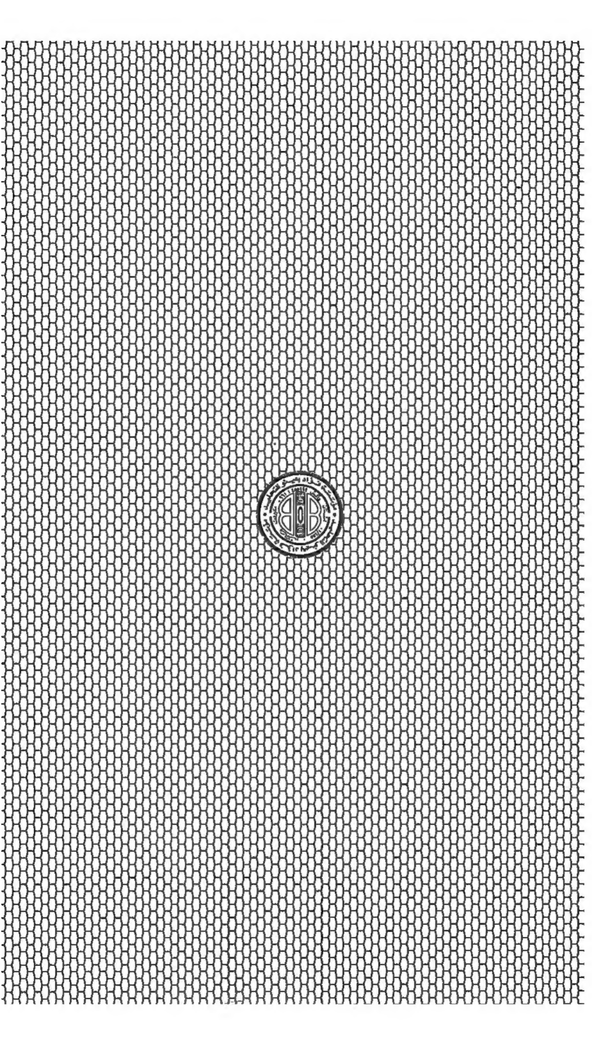
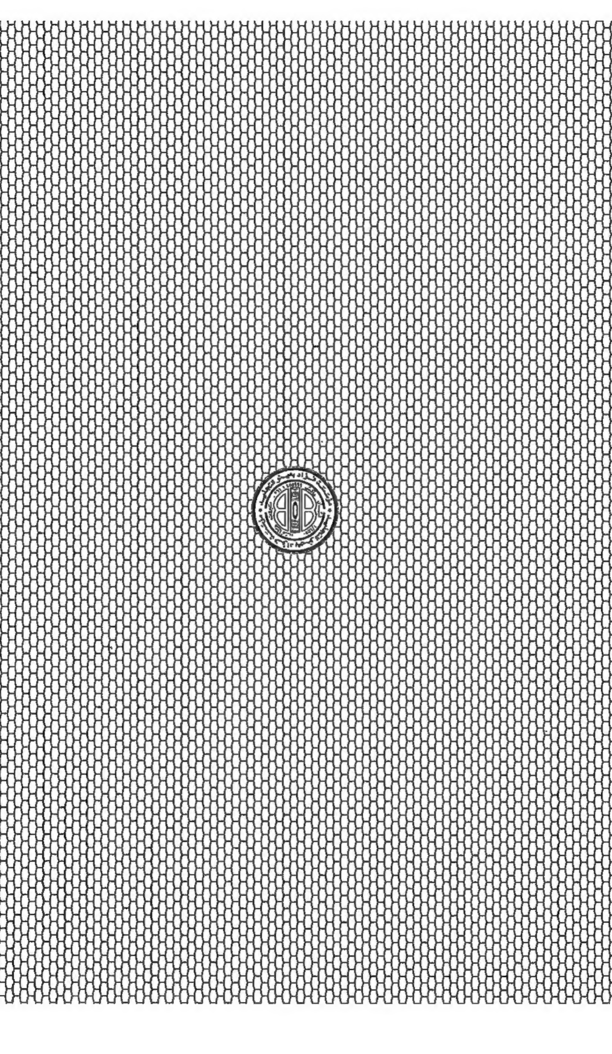
الإستثمار في البورصة

أسهم - سندات - أوراق مالية

د. محمد عوض عبدالجواد   أ. علي ابراهيم الشديفات









الاستثمار في البورصة

اسهم - سندات - أوراق مالية

الاستثمار في البورصة

أسهم - سندات - أوراق مالية

إعداد

د . محمد عوض عبد الجواد   أ . علي ابراهيم الشديفات

الطبعة الأولى

1427هـ - 006.





رقم الإيداع لدى دائرة المكتبة الوطنية (2006/2/246)

332 ,35

الشديفات ، علي

الاستثمار في البورصة: اسهم ، سندات ، أوراق مالية /علي الشديفات، محمد عوض.-

-عمان : دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع .

الطبعة الاولى 2006 م

ر.إ.: 2006/2/246م

الواصفات: / الأسواق المالية// الاستثمار // البورصات// الاستثمارات المالية// الاقتصاد المالي /

* تم إعداد بيانات الفهرسة والتصنيف الأولية من قبل دائرة المكتبة الوطنية

رقم الإجازة المتسلسل لدى دائرة المطبوعات والنشر 2006/2/242

* ردمك ISBN9957-32-116-1



دار الحامد للنشر والتوزيع

هاتف 5231081(9626)+ فاكس 5235594(9626) نقال (+962-777301601)

ص.ب 366 الجبيهة الرمز البريدي 11941عمان – الأردن

E-mail: daralhamed@yahoo.com E-mail: Dar_alhamed@hotmail.com

فهرس المحتويات

الفصل السادس

مـقـدمـة :

أدى نمو التجارة العالمية، وترابط اقتصاد الدول مع بعضها بعضاً، إلى زيادة قوية في انتقال رؤوس الأموال بينها، الأمر الذي نتج عنه انتشار هائل لتجارة العملات في أسواق المال العالمية. فأسواق تبادل العملات الأجنبية والتي يرمز لها اختصاراً FOREX، أي FOREING EXCHANGE، أصبحت تتمتع بسيولة ضخمة، وتعمل على مدار الساعة بدون انقطاع. فعندما تقفل أسواق نيويورك، تفتح أسواق الشرق الأقصى، وعندما تقفل هذه الأسواق، تفتح أسواق أوروبا، وعندما تقفل هذه الأخيرة، تعود وتفتح أسواق نيويورك وهكذا. وقد بلغ حجم التعامل اليومي بالعملات في العالم مستويات قد لا تصدق، حيث يُقدر هذا التبادل اليومي بمقدار أكثر من ترليون، أي ألف مليار دولار.

إن أكثر وسائل الاستثمار INVESTMENT INSTRUMENTS في الأسواق المالية شيوعاً بين المستثمرين هو الاستثمار في الأسهم. وقد ساعدت وسائل الإعلام في السنوات العشر الأخيرة على انتشار هذا النوع من الاستثمار في العالم، وخاصة بين المستثمرين الأفراد في الدول الصناعية، كالولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وشرقي آسيا. فالجرائد والمجلات ومحطات التلفزيون أصبحت تخصص جزءاً كبيراً من برامجها لمواضيع الاقتصاد والمال. ثم إن سهولة شراء الأسهم أو بيعها MARKETABILTTY، جعلت هؤلاء المستثمرين يفضلون الاستثمار في الأسهم على غيره من أنواع الاستثمار التي كانت مسيطرة في الماضي، كالاستثمار في العقارات مثلاً.

إننا نضع بين يدي القارئ الكريم كتاباً مختصراً وعملياً حول عملية الاستثمار في أسواق المال، متضمنا أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال،

وأهم الأوراق المالية المتداولة فيها، وصناديق الاستثمار، وطرق الاستثمار في العملات والذهب، والتجارة الاجلة بالسلع، مع تعريف القارئ بأنواع الأوامـر التي يلزم على المستثمر معرفتها في الاستثمار في أسواق رأس المال، وكـذلك تعريفه بمخاطر الاستثمار وكيفية تجنب الوقوع في تلك المخاطر، مـع عـدم إغفال الواقع العربي في هذا الكتاب – على اعتبار أن هـذا الكتـاب يخدم فئة من المستثمرين وهم المستثمرون العرب– فسـيتم بحـث مجـالات استثمار المدخرات في البلاد العربية، والبحث في طبيعة الأسواق الماليـة فـي الدول العربية.

إن هذا الكتاب هو مرجع مختصر وشامل يفيد العـاملين فـي مجـال الاستثمار في البورصات والأوراق المالية.. وهو دليل شامل ومبسط للمبتدئين في هذا النوع من الاستثمار.

الفصل الأول

أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية

مفهوم الاستثمار:

للاستثمار عدد من المفاهيم – فمثلاً إذا اشترى مدير إدارة محفظة الأوراق المالية 10.000 سهم من شركة IBM من الأموال المخصصة لصندوق المعاشات والتأمينات – فهذا يشكل نوعاً من الاستثمار في الأوراق المالية – وعندما يشتري الفرد سندات تصدرها المجالس البلدية بمبلغ 1500ج – فهذا نوع آخر من الاستثمارات – ولكن عندما تشتري أسرة منزلاً – فهل هذا يعتبر استثماراً؟

يمكن القول بأن الاستثمار في مفهومه العام هو إرجاء الاستهلاك إلى فترة مستقبلية.

> تذكر أن:
>
> *المفهوم العام والشامل للاستثمار: إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قائمة، ثم توجيه هذه الأموال إلى الاستثمار وليس للاكتناز.*

مراحل الاستثمار في الأوراق المالية:

يمكن تقسيم عملية الاستثمار في الأوراق المالية إلى خمس مراحل هي:

1. تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار في الأوراق المالية.
2. تحديد مستوى الخطر الملائم.
3. تقدير العائد والخطر المتوقع لكل ورقة مالية على حدة.
4. تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية.
5. تقييم ما تم تحقيقه.

فعندما نواجه أي مشكلة، فالخطوة الأولى هي الكشف عن الغرض أو الهدف المطلوب تحقيقه. وكذلك الحال بالنسبة للمستثمر في الأوراق المالية عليه

أن يحدد الهدف هل يتمثل في تحقيق أكبر عائد ممكن أو يرغب في استقرار العائد بهدف تحديد نوعية الأصول الاستثمارية.

فيما يتعلق بمستوى الخطر المقبول؛ فإن تحديد وتحقيق هدف الاستثمار من أكثر المسائل صعوبة وحساسية حيث يحدد هذا القرار إلى حد كبير تشكيل الأصول التي تدخل في محفظة الأوراق المالية Portfolio. فالمستثمر الذي يميل إلى تجنب المخاطر يتجه إلى تشكيل النسبة العظمى من المحفظة من السندات Bonds، بينما المستثمر الذي يرغب في تحمل المخاطر فإن محفظته تتشكل في غالبيتها من الأسهم stocks، وهذا يعني أن المحفظة تتشكل من أكثر من نوع من الأوراق المالية كمدخل لتعظيم العائد وتدنيه المخاطر الأمر الذي يتطلب قياس عائد الورقة وعائد المحفظة والمخاطر المترتبة على ذلك بهدف توجيه المستثمر ومساعدته على اتخاذ القرار المناسب.

أما الخطوة الثالثة الخاصة بتحليل السهم أو السند Security analysis، حيث يجب دراسة، وتحليل كل ورقة مالية وذلك بهدف التعرف على العائد والخطر الذي تنطوي عليه عملية الاستثمار. ومن ثم اختيار التشكيل الاستثماري المناسب.

تعتبر خصائص الورقة المدخل Inputs للخطوة الرابعة؛ والتي تعني تشكيل وتكوين المحفظة المثلى في ظل مستوى الخطر المقبول.

الخطوة الخامسة وهي تقييم ما تم بمعنى عرض النتائج monitor the resulted المترتبة على تشكيل المحفظة للتعرف على أي من الأهداف تحققت، ومن ثم التوصل إلى عدد من الانطباعات التي تساعد في مجال التحليل والدراسة المستقبلية للأوراق المالية، وتطوير أساليب تحسين المحفظة.

ماذا يقصد بالأوراق المالية؟؟

الأوراق المالية هي الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات الحكومية وغيرها (سندات حكومية طويلة الأجل، أذون الخزانة، أسهم الشركات العامة، أسهم وسندات الشركات المساهمة ..). فالورقة المالية تعتبر صكاً وذلك حق في أصل معين وفي التدفقات النقدية المتوقعة الناتجة عن هذا الأصل أي أنها مستند ملكية أو دين يبين حقوق ومطالب المستثمر؛ لذلك سنركز في دراستنا على السندات والأسهم، فالسند يخول حامله الحق في الحصول على فوائد سنوية وعلى القيمة عند الاستحقاق، بينما السهم صك يخول صاحبه الحق في نسبة من التوزيعات النقدية وأي توزيعات أخرى تتقرر للمساهمين.

تحليل الأوراق المالية Security analysis:

يعني تحليل الورقة المالية معرفة وتقدير التدفقات النقدية المتوقعة التي يحصل عليها المستثمر، والخطر المصاحب لهذه التدفقات، يعني هذا أن المحلل لا بد أن يتطرق سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة إلى القيمة المستقبلية للورقة (السهم أو السند) – لذلك يتطلب الأمر لتحقيق هذه الغاية القيام بمجموعة من الخطوات المسبقة وهي:

1. جمع المعلومات الخاصة بالصناعة التي تنتمي إليها الشركة.
2. جمع المعلومات عن الشركة المعينة ومن ثم تحليل هذه المعلومات بدقة قبل إعداد التقديرات وإجراء التحليلات على مستوى الورقة الواحدة.

إن عملية التحليل ليست بالأمر اليسير، لذلك يجب وضع إطار منهجي لذلك. فلا بد من معرفة مكونات العائد للورقة والذي يتشكل من دخل وربح رأسمالي وإذا كان تعريف الربح الرأسمالي واحد بالنسبة لكل الأوراق المالية،

فإن مسبباته تختلف في حالة الأسهم عن السندات؛ ففي حالة الأسهم فإن الـربح الرأسمالي ينتج من تفاعل عاملين:

1- **العامل الأول وهو الأساسي Fundamental**: والذي ينتج عـن التغير في ربحية الشركة الفعلي بسبب عوامل ومتغيرات قـد تكـون على مستوى الشركة أو الصناعة أو المستوى القومي ككل، وهذا يعني أن هذا الأمر ليس بهذه البساطة فعلى الرغم من أهمية ربحية للشركة التاريخية إلا أنه ينبغي استطلاع الربحية المستقبلية والتي تشكل الأساس للاستثمار الجيد، ولكن يحدث تباين في التنبؤات الخاصة بالربحية من مستثمر لآخـر، وبـذلك يخلق هذا التباين سوقاً للبيع والشراء.

2- **العامل الثاني ويسمى بالعامل الفني Technical**: والذي يعنـي التنبؤ باتجاه سعر السهم السوقي على ضوء حجم كل من العرض والطلب سواء على مستوى السهم للشركة المعينة أو سوق الأسهم بصفة عامة وهذا يعني وفقاً للعامل الفني ببساطة أنه كلما زادت أوامر الشراء لسهم بصورة ملحوظة مقارنة بأوامر البيع ارتفع سعر السهم والعكس صحيح.

نظرية جراهام ودودز بخصوص محفظة الأوراق المالية:

أشار جراهام ودودز (Greham & Dodd,s 1989. Pp. 23 – 27) في كتاب تحليل الأوراق المالية 'Security analysis' إلى عنصرين:

- ✓ أسلوب ومدخل تحليل الأوراق المالية.
- ✓ مدخل اتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم والسندات.

وقد ركزا في كتابهما على عدة نقاط هي:

1- **افتراضـات كفـاءة سـوق رأس المـال The efficiency market hypothesis :**

على الرغم من عدم وجود تعريف واضح للفروض الخاصة بكفاءة السوق The efficiency market hypothesis (EMH) ولكن تتصف السوق بالكفاءة إذا ما توافرت كافة المعلومات أمام المستثمرين بحيث تنعكس على أسعار الأسهم والسندات – وفي ظل هذه الظروف لا يحصل المستثمر على عوائد غير عادية مما يعني أن المنافسة هي القوة المحركة لكفاءة السوق – حيث يوجد عديد من المستثمرين لهم نفس الأهداف، وبذلك يتم استبعاد أي عوائد غير عادية، وفي هذه الحالة تقوم الأوراق المالية وفقاً للعوائد العادية أخذاً في الحسبان المخاطر الخاصة بكل ورقة.

2- **النظريات الخاصة بسوق رأس المال Capital market theories:**

من أهمها نظرية تسعير الأصل الرأسمالي asset pricing model (CAPM) لشارب ولنتنر (Sharpe & lintner 1964 pp 425) حيث يتم قياس المخاطر بدلالة الخطر العام (المنتظم) Systematic Risk أي بدلالة بيتا Beta للمحفظة أو السوق، فكلما زاد معامل التغاير Cov بين أسعار الورقة بالمقارنة بأسعار الأوراق المالية التي تشكل المحفظة السوقية كلما زاد الخطر العام (المنتظم)، أي بيتا للورقة أي أنه يقيس العلاقة بين السوق والخطر للورقة.

وبصفة عامة فإن المخاطر العامة دالة للثلاثة المتغيرات الرئيسية لقياس المخاطر التقليدية وهي خطر النشاط business risk، الخطر المالي Financial risk، مخاطر السيولة Liquidity risk وقد دلت الدراسات على وجود ارتباط بين بيتا B والمقاييس التقليدية للخطر، كما توجد علاقة جوهرية بين الفرض الخاص بكفاءة سوق رأس المال ونموذج تسعير الأصل الرأسمالي

والاستثمار حيث أمكن التوصل إلى أرقام قياسية ومؤشرات للاستدلال منها والتعرف على ما إذا كانت الورقة مقومة بأعلى أو بأقل من قيمتها الحقيقية.

قد يتبادر إلى الذهن سؤال حول مدى تأثير التضخم inflation على معدل العائد ويمكن بيان أثر التضخم على معدل العائد كما يلي:

التضخم ومعدل العائد الفعلي:

يمكن القول في أي لحظة أن سعر بعض السلع يتجه إلى الزيادة بينما البعض الآخر يتجه إلى الانخفاض، حيث يقاس الاتجاه العام The general trade للأسعار من خلال The consumer price index (CPI) دراسة التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك.

فالزيادة في هذا المؤشر دليل على الاتجاه العام للأسعار إلى الزيادة، وبذلك يقاس التضخم Inflation بدلالة معدل الزيادة في الأسعار من خلال الزيادة التي حدثت في هذا المؤشر.

المحفظة الاستثمارية Investment Portfolio:

وهي من أكثر التنظيمات التي أخذت حيزاً هاماً في الدراسات الاستثمارية، واتخذت صيغاً أو أشكالاً متعددة. وهذا ما يتطلب تحديداً دقيقاً لكافة عناصرها وأنواعها مع التركيز على البعض من هذه الأنواع والتي تتسم بأهمية خاصة في الاستثمار.

مفهوم المحفظة الاستثمارية ووظائف إدارتها:

يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية على أنهـا: "توليفـة مـن الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية: كالأسهم والسندات والمشـتقات والودائـع والقبولات والأذونات والأوراق ... وحسـابات الصـرف الأجنبـي، وأدوات حقيقية: كالعقارات والمعادن النفيسة والنتاجات الفنية ...، وكل مـا لا يوجه للانتفاع الترفيهي أو للاسـتهلاك المظهـري بـل يكـرس للأغـراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح ... وذلك حيث تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من اسـتثمار الأدوات المعنية في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المربحة".

ويتضح من هذا التعريف أن المحفظة الاستثمارية تعتمد في مدى فاعلية دورها على ثلاثة عوامل رئيسة:

- ✓ توليفة متنوعة من الأدوات التي تتسم بجدواها الاقتصـادية المرتفعـة نسبياً.
- ✓ إدارة تتميز بكفاءة عالية للأداء.
- ✓ مناخ استثماري يتصف بالاستقرار العام وبوجود فرص متعددة.

وتعمل إدارة المحفظة الاستثمارية على إنجاز مهمات عديدة، أهمها:

1. تحديد أنواع الأصول الاستثمارية مع بيـان إسـهاماتها النسـبية فـي المحفظة الكلية. وكل ذلك بناء على مسوحات أولية للأسـواق الماليـة وللفرص المتاحة.
2. تعزيز قيم موجودات المحفظة الاستثمارية وذلك من خلال الحفاظ على ربحية هذه الموجودات والعمل على إعداد خطط دقيقة لانتقاء البـدائل التي تعطي ربحية أكثر وفي جدولة يجري تنظيمهـا وفـق تقييمـات

اقتصادية لجدوى كل مشروع عند تحريك أي من الأصول الموجـودة ضمن أولويات تحكمها توقعات علمية وعاقلانية لحركـة اسـتثمارات المحفظة.

3. توفير الأمان للمحفظة الاستثمارية من خلال ربط هادف بـين سلوكي التحوط Hedging والعقلانيـة Rationality مـع القبول بهامش ضروري للمخـاطرة، وذلـك بالاسـتناد إلـى تنويـع الموجودات المتسمة بكفاءة عالية والعمل في ظروف تتميز بالشفافية.
4. إقرار السياسة الاستثمارية وبما يتناسب مع محتويات المحفظة وظروف السوق والبيئة السائدة.
5. دراسة التغذية الخلفية feed back للقرارات الاستثمارية مع تمييـز كافة النتائج المادية الملموسة السلبية والإيجابية لهذه القرارات.
6. توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق وإنجاز المتطلبات الأساسية لوظائف الأداة والتداول الحـر للأدوات الاستثمارية.
7. تحصين المحفظة وعملياتها الاستثمارية مـن الوقـوع تحـت طائلـة التشريعات الإدارية والمالية وخاصة بالنسبة للضرائب المختلفة وهو ما يكون بالابتعاد عن أي تصرف ينم عن التهرب الضريبي أو أي مخالفة مالية أو إدارية أخرى.
8. بناء استراتيجية الاستثمار والتي تختلف عادة من إدارة إلى أخـرى أو حسب الظروف التي تجري فيها مواجهة السوق.

وبشكل عام هناك ثلاثة أنواع رئيسية من الاستراتيجيات:

أ- استراتيجية الهجوم أو الاقتحام وهي توجه عادة نحو هدف تعظيم الأرباح مع عدم الاكتراث بالمخاطر بذلك اعتماداً على مبدأ (البحث عن أقصى العوائد يعني القبول بأكبر المخاطر). وهنا غالباً ما يجري التركيز على تداول الأسهم العادية وأدوات السوق النقدية.

ب- استراتيجية الدفاع وهي تقوم على التحوط والحذر وتجنب المخاطر الكبيرة والعمل بشفافية وقبول مستوى مستقر من العوائد المنتظمة. وفق هذه الاستراتيجية يتم التأكيد غالباً على السندات الحكومية والأسهم الممتازة.

ج- الاستراتيجية المتوازنة وهي تجمع بين الاستراتيجيتين السابقتين: الهجومية والدفاعية وذلك بغرض تحقيق أقصى كفاءة اقتصادية للمحفظة الاستثمارية عند القبول بهامش محدود للمخاطرة. فمثلاً إذا كانت المخاطرة المتوقعة معدلاً معيناً للتضخم فإن الإدارة تضيف إلى العائد المجرد من أو عديم المخاطرة هامش أو علاوة Premium التضخم هذا ليكون العائد المطلوب مساوياً للعائد المجرد من المخاطرة زائداً علاوة التضخم.

واعتماداً على هذه الاستراتيجية يتم تداول كافة الأدوات ولكن حسب كفاءتها الحدية المتوقعة.

10. صياغة الخطط المختلفة بما فيها الخطط الاستراتيجية طويلة الأجل؛ والتي تعتمد حسب أحد الأنماط الاستراتيجية السابقة، وكذلك الخطط قصيرة الأجل والتي تتعلق عادة بالتداول اليومي للأوراق المالية. ومهما كانت فترة الخطة وأهدافها لا بد للإدارة أن تضعها في إطار علمي بحيث تظهر العوائد المتوقعة والتكاليف المباشرة والفرصية لكل أداة يتم الاستثمار فيها مع ربط الموارد الفعلية والكامنة، Actual and

potential resources بالأهداف المقررة لتحقيق أفضل تخصيص لهذه الموارد.

11. تنفيذ الخطط المرسومة مباشرة أو من خلال عملية التوجيه والتي تتضمن ترتيب النشاطات التي تمارس من قبل الكوادر العاملة والوسطاء الماليين، وتحديد القنوات المسؤولة عن إجراء الاتصالات ونقل المعلومات وتنسيق المعاملات مع الأسواق المالية (المحلية والدولية) وتسجيل الوقائع وتحليلها.

أنواع المحافظ الاستثمارية:

إن هناك مؤشرات عديدة لتمييز المحافظ الاستثمارية، منها:

1- إمكانات المستثمرين والتي تتحدد بالموارد المالية (والنقدية) والحقيقية التي يمتلكها أو يمكن أن يتصرف بها الأشخاص (الطبيعيون أو القانونيون). إن زيادة هذه الإمكانات تدفع عادة إلى ارتفاع الطلب على الأدوات الاستثمارية. غير أن هذا الطلب يختلف من أداة إلى أخرى حسب درجة مرونته (أي الطلب عليها) لتغييرات الثروة الشخصية Wealth – elasticity of demand والتي تساوي:

$$\frac{\text{التغيير النسبي في الكمية المطلوبة}}{\text{التغيير النسبي في الثروة}}$$

وبصورة مشابهة لمرونة الطلب الدخلية income – elasticity of demand فإن هذه المرونة تكون أقل من الواحد الصحيح في حالة الأصول الأكثر ضرورة، وبالتالي فإن الكمية المرغوبة للاحتفاظ بها لدى الناس تهبط مع نمو الثروة، وبالتالي تكون المرونة المذكورة أكثر من الواحد الصحيح في حالة

الأصول الترفيه luxuries مثل الأسهم العادية لـبعض الشـركات المعروفـة وسندات الدوائر أو المصـالح المحلية وبالتالي يزداد الطلب على هذه الأصـول مع نمو الثروة.

2- اختلاف العائد المتوقع من أداة استثمارية معينـة مقارنـة بالأدوات البديلة. وذلك لأن العلاقة تكون تناسبية (طردية) بين التغيير النسبي في الطلب على الأداة والتغيير النسبي في للعائد (المقارن) المتوقع. فكلما كان هذا العائد أكبر نسبياً يزداد احتفاظ المستثمرين لهذه الأداة على حساب بقية الأدوات.

3- ظروف الاستثمار وما تتولد عنه من مخاطر عديدة والتي تختلـف أحياناً في تأثيراتها النسبية من أداة إلى أخرى. وهي تدفع بشكل خاص المستثمر الاعتيادي إلى الاحتفاظ بأكثر الأدوات أماناً وإلى التخلص مـن الأدوات التـي ترتفع فيها المخاطر.

4- كفاءة كل من إدارة السوق وإدارة المحفظة الاستثمارية من حيـث الهياكل التنظيمية والقيادات الإدارية والكوادر العاملة.

5- حجم المعلومات المتوفرة ونطاق انتشارها ومستوى تحليلها.

واعتماداً على المؤشرات السابقة يمكن تمييز الأنواع الآتيـة للمحـافظ الاستثمارية:

1- **محفظة الدخل:** وهي تبحث عن تحقيق أقصى العوائد سواء كانـت من التدفقات الاعتيادية، أو من فروقات الأسعار ولا خلاف حول تركيز الإدارة في هذه المحفظة على أكبر حجم وأسرع وقت لهذا الغرض، غير أن المسـألة تختلف حول علاقة العائد بالمخاطرة. وهنا تتباين سلوكيات المدراء مـا بـين

التحوط والمغامرة. ويفترض بهؤلاء عدم الإفراط في الاستثمار في حالات عدم التأكد وإلا تنعكس النتائج السلبية على وظائفهم.

2- محفظة النمو: وهي تبحث عن كيفية الحفاظ على وتائر نمو كل من الأصول والعوائد. وهنا فإن معدلات النمو تكون المعيار الأساس لانتقاء الأدوات وتحريكها في الأسواق المتاحة وثم لتقويم أداة المدراء.

3- المحفظة المتخصصة: وهي غالباً حالة نادرة أو مؤقتة لأن التخصص في أداة معينة أو في عدد من أدوات مؤسسة ما والذي يميز هذه المحفظة لا يتلاءم عادة مع أهم مبدأ للمحفظة الاستثمارية والذي هو التنويع.

من صور هذه المحفظة المتخصصة التي تحمل بعض التنويع: المحفظة النقدية التي تهتم بالعملات الأجنبية.

4- المحفظة المتوازنة: وهي تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها. وهو ما يمكن إنجازه من خلال ربط التوازنين القصير الأجل (في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى السيولة)، والطويلة الأجل (في مجال البحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد). وهذا بالتأكيد يتطلب توافقاً دقيقاً بين العائد والمخاطرة وبما يتجاوز حالات الإفراط في التحوط أو المخاطرة.

5- المحفظة المتنوعة: تعمل إدارة المحفظة الاستثمارية بشكل عام على تنويع محتويات المحفظة الخاصة بها لتشمل غالبية الأدوات الاستثمارية التي من المتوقع أن تعطي عوائد إيجابية، وذلك في تشكيلات تتسم بالتوازن الديناميك حيث يمكن خلال العمليات الجارية أن تعوض الخسائر المتأتية من بعض الأدوات الأرباح التي تتحقق من استثمار أدوات أخرى، فيكون التوازن مستمراً ويحافظ المستثمر (أو المستثمرون) في محافظهم ربحية مقبولة وبواتر

متنامية قدر المستطاع. وهنا تجري إدارة المحفظة خلال فترة الاستثمار تغييرات عديدة في الأدوات المعتمدة. وبخلاف ذلك تتراكم التقلبات ويتغير الواقع الاستثماري باتجاه الركود والتحول نحو السيولة على حساب الاستثمار، وتقع المحفظة بمحتوياتها في فخ المخاطر المتعددة على حساب العوائد المضمونة.

وفي هذا الشأن لا بد من بناء استراتيجية لبناء المحفظة المتنوعة وإدارتها تضمن ما يأتي:

أ- تكامل تشكيلة المحفظة وذلك باتباع الخطوات الثلاثة الآتية:

- ✓ إعداد ملخص لظروف السوق المالية ولأهداف المستثمر وميوله وتقييمه الذاتي لعلاقة العائد بالمخاطرة وحالته الضريبية والتزاماته المالية الأخرى.
- ✓ اختيار أفضل مجموعة من الأدوات حسب الربحية المتوقعة واتجاهات الأدوات وارتباطاتها ودرجات حساسيتها تجاه تقلبات السوق.
- ✓ مقارنة الاتجاه الفعلي للمحفظة مع التوقعات الأساسية للمدراء.

ب- وضع توقيتات دقيقة لتسويق الموجودات الاستثمارية حيث من الضروري الخروج قبل وقت الهبوط والعودة بوقت مبكر من الصعود.

ج- التمييز بين التنويع الفعال والتنويع غير الفعال، فيما يخص الأول فإنه يتحرك عادة في نفس الاتجاه وذلك لتجنب المخاطر غير النظامية أما الثاني فإنه يقوم على التحرك بشكل غير متماثل حيث يجمع اتجاهي الارتباط: الموجب والسالب لتقلبات السوق وأدوات المحفظة.

المحافظ المشتركة Mutual Profiles :

وتعتمد المحافظ المشتركة على ثقة المساهمين بإدارة تتولى أعمالها في المجالين الداخلي والخارجي وفي أسواق منظمة وغير منظمة وهي تتسم بكفاءة مهنية وعلمية وإدارية عالية، يمكن الاعتماد عليها في بناء سياسات استثمارية سليمة تكفل أقصى العوائد عند التعامل بالأدوات المتاحة لها والتي تشمل الأسهم والسندات وأدوات السوق النقدية ... وتتسم المحافظ المشتركة ومن خلال إدارتها بخصائص عديدة، نذكر منها:

1. تعمل إدارة المحفظة المشتركة على جذب مدخرات المستثمرين الصغار – باستثناء الحالات التي تكون فيها قيم الأسهم المعروضة عالية – وذلك للاستثمار في أدوات تختلف – كما أشرنا سابقاً – في مصادرها وقيمها وفتراتها ومخاطرها والتي يصعب على أصحابها بشكل منفرد الاستثمار فيها لأسباب تتعلق بالخبرة أو التفرغ أو القيمة.
2. تقوم إدارة المحفظة المشتركة بإعادة استثمار حصص المساهمين باستمرار فتتضاعف معاملات هذه المحفظة وتتراكم أموالها.
3. إعفاء المستثمرين غالباً من عمولات السماسرة أو الوكالات عند شراء الحصص الممكنة لهم. وقد تبين أن هذه العمولات عند احتسابها في حالة المحفظة المشتركة تقل عادة عن عشر ما يتحمله شخص ما عند استثماره في الأسواق المالية على انفراد. وهذا يعد ضمن الوفورات التي تضمنها المحفظة بسعتها الكبيرة وبمجالها الواسع وبمهارة إدارتها.
4. يحقق المساهمون ومن خلال المحفظة المشتركة فرصاً استثمارية أكثر ربحية أعلى مما لو دخلوا السوق بشكل منفرد.

5. توفر إدارة المحفظة المشتركة على المساهمين جانباً هاماً من جهود الاحتفاظ بالوكالات والوثائق والتفاصيل الأخرى المتعلقة باستثماراتهم. وفي هذا المجال نشير إلى قيام إدارة المحفظة بإعداد سجلات الضرائب للمساهمين وبوضع جداول خاصة بالتسديد.
6. إن تنويع أدوات المحفظة المشتركة يسهم في تجنب أو في تقليل المخاطر الخاصة بظروف الأسواق المالية أو بتقلبات بعض الأدوات في هذه الأسواق، خاصة إذا ما تم انتقاء هذه الأدوات من حيث الكم والنوع بدقة تكنيكية.
7. تتمتع المحافظ المشتركة عادة بسيولة عالية نسبياً؛ والتي يمكن توفيرها حسب الحاجة وذلك بسبب استعداد الكثير من الشركات وفي كافة الأوقات شراء الحصص المعروضة بالأسعار الجارية للسوق. ونظراً لإمكانية الإدارة على تحويل أنشطتها من سوق رأس المال إلى السوق النقدية أو إلى سوق الصرف الأجنبي بتكلفة قليلة أو حتى دون تكلفة تستحق الذكر.

ولا شك بأن هذه الخصائص جميعها مرهونة بوجود هياكل إدارية متطورة، والتي يفترض بها أن تتضمن:

1. مجلس المدراء الذي يتسم بالكفاءة والفاعلية عند اختبار البدائل الاستراتيجية وإعداد السياسات الاقتصادية.
2. جهاز تنظيمي للشركة تحدد فيه الوظائف حسب الأهداف المقررة وينسب إليها العاملون وفق المؤهلات المناسبة (أي المطلوبة).
3. وجود استشاريون أكفاء يعتمد عليهم كمراجع أساسية عند صنع القرارات.

4. توفير رقابة منظمة ينجز بعض مهامها في داخل الشـركة مراجعـون متخصصون وفي خارجها محاسبون قانونيون مستقلون، بالإضافة إلى دور البنوك المتعاملة مع المحفظة وضمان شركات التأمين لأموالها.

5. قيام وكالة أو شعبة متخصصة في الجهاز التنظيمي بـإجراء التحويلات وتوزيع الحصص.

وفضلاً عن كل ذلك من الضروري متابعة مالكي الحصص لنشـاطات المدراء وتقييم إنجازاتهم.

ومما يؤكد عليه هنا ضرورة توافر الشفافية في تعاملات إدارة المحفظة. إن هذه الشفافية تمثل الدور الأهم في تكريس الثقة لدى المساهمين وفي تـوفير الأمان لأموال الشركة.

إن هذه الموضوعات وغيرها تعتبر لدى الكثير من المحافظ المشـتركة من الأمور الإجرائية الاعتيادية، المتعارف عليها باستمرار. وذلـك لأن هـذه المحافظ تحمل تاريخاً طويلاً من تراكم الخبرات الإدارية والتكنيكية.

إن تزايد الاهتمام بالمحافظ المشتركة واختلاف توجهات المستثمرين قد أسهما في بروز أنواع مختلفة من هذه المحافظ، ولتمييز هذه الأنـواع يمكـن الإشارة إلى التصنيفات التالية:

1- يجري تصنيف المحافظ المشتركة حسب كيفية التعامل مع المخاطر الاستثمارية إلى محافظ التحوط Hedge Funds ومحافظ الأزمات. ويلتقي هذان النوعان في البحث عن أعلى العوائد حتى مع مخاطر عالية متوقعة. غير أن محافظ التحوط تقوم بتوزيع أموالها النقدية بين أدوات من المتوقـع زيـادة قيمها عند نهوض الأسواق المالية وأخرى من المتوقع زيادة قيمها عند هبـوط

هذه الأسواق. فتتركز السياسات الخاصة بالتخصيصات الاستثمارية في كيفية التعامل مع اتجاهات السوق.

بينما في المقابل تعمل محافظ الأزمات على استغلال الظروف الصعبة التي تمر بها شركات معينة فتشتري الأدوات الاستثمارية لهذه الشركات عند هبوط أسعارها وذلك بأمل تحقيق عوائد استثنائية عند انفراج أزمة الشركات المعنية وصعود أسعار أدواتها في الأسواق المالية.

2- تميز المحافظ المشتركة حسب سعة (أو حجم) الاستثمار ما بين محافظ صغيرة وأخرى كبيرة.

إن أحجام المحافظ تعكس الإمكانات الاقتصادية والتوجيهات الاستثمارية والظروف البيئية السائدة في بلد ما. ففيما يخص المحافظ الصغيرة، إنها تتميز عن المحافظ الكبيرة بما يلي:

- ✓ *أسهل في المناورات السوقية قصيرة الأجل.*
- ✓ *ضيق مجال الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية مما يعود ذلك بمنافع على ذوي الدخول المنخفضة، ويجنب المحفظة التنويع المفرط وبالتالي يجري انتقاء الأدوات الأكثر ربحية وهو ما يساعد على تكريس الخبرة وتركيز المتابعة في مجال محدود من الأدوات.*

ج- وفي المقابل تتميز المحافظ الكبيرة بانخفاض تكلفة وحدة الاستثمار بسبب وفورات السعة scale economies (مع العدد الكبير للحصص والحجم الكبير لكل حصة)، ووفورات المجال Scope economies (مع التنوع الشامل للأدوات والاستثمار في العديد من الأسواق المالية المحلية والدولية).

3- تصنف المحافظ الاستثمارية حسب الأدوات الأكثر إسهاماً إلى أنواع متعددة منها:

- ✓ محافظ الأسهم Equity (or stock) funds .
- ✓ محافظ السندات Bond funds .
- ✓ محافظ السوق النقدية Money Market funds .

4- يفرق البعض ما بين أنواع المحافظ الاستثمارية حسب التصنيف العام للاستثمارات، وذلك إلى:

- ✓ محافظ الدخل Income funds .
- ✓ محافظ النمو Growth funds .
- ✓ محافظ الدخل والنمو Income and Growth funds .
- ✓ محافظ (النمو) المتصاعد emerging (growth) funds .
- ✓ المحافظ الدفاعية defensive funds .
- ✓ المحافظ المضاربية speculative funds .

5- يميز البعض حسب العلاقة المؤسسة بين المحافظ التي تتسم بدرجة عالية من الاندماج المؤسسي، والتي تسمى بمحافظ المؤسسات المندمجة Trust Portfolios والمحافظ الخاصة بالأشخاص الطبيعيين الذين يشترون حصصاً في محفظة ما يشرف عليها مدراء معرفون بالخبرة والكفاءة.

6- يعد تصنيف المحافظ المشتركة بين المحافظ ذات النهايات المفتوحة open – ended profiles ، والمحافظ ذات النهايات المغلقة Close – ended profiles من أكثر التصنيفات انتشاراً، حيث حظي هذا التصنيف باهتمام خاص لدى المستثمرين والباحثين على السواء.

فيما يخص المحافظ ذات النهايات المفتوحة فإنها تعرض الحصص من أسهمها من خلال الاكتتاب العام باستمرار. وأنها ملزمة بشراء هذه الحصص حسب القيمة الصافية لموجوداتها net asset value علماً بأن هذه القيمة (NAV) تحتسب عادة مرة واحدة يومياً وتعتمد أسعار السوق عند الإغلاق.

فضلاً عما سبق يمكن مقارنة المحافظ ذات النهايات المفتوحة والمحافظ ذات النهايات المغلقة في النقاط التالية أيضاً:

1. تحدد فترة المساهمة في المحافظ ذات النهايات المغلقة، بينما تستمر هذه المساهمة في حالة المحافظ ذات النهايات المفتوحة دون أي تحديد لفترتها.
2. وفيما يخص الانسحاب من المساهمة في المحفظة لا يسمح بذلك في حالة المحافظ ذات النهايات المغلقة، بينما يكون ذلك ممكناً وحسب رغبة المساهم وفي الوقت الذي يراه مناسباً في حالة المحافظ ذات النهايات المفتوحة.
3. تسجل حصص المحافظ ذات النهايات المغلقة وتنشر في السوق الثانوية وحسب مجال التداول، بينما لا يعتمد هذا التسجيل أو النشر بالنسبة لأسهم المحافظ ذات النهايات المفتوحة.
4. عند بيع حصص المحافظ ذات النهايات المغلقة فإنها تباع بخصم قد يتراوح ما بين (10 – 40%) بينما في حالة المحافظ ذات النهايات المفتوحة لا يتجاوز هذا الخصم (6%) فتكون قيمة السهم قريبة من (NAV).

5. إن المحافظ ذات النهايات المغلقة تعد أقل اهتماماً بالسيولة من المحافظ ذات النهايات المفتوحة، وبالتالي فإن من أهم النمـاذج الملائمـة لهـا شركات العقارات real estate trusts (RET) .

نظرية Markowitz للمحفظة الاستثمارية:

نشر Harry Markowitz في عـام 1952 بحثـاً تضـمن المبادئ الأساسية لبناء المحفظة الاستثمارية والتي قامت على تحليـل نمطـي لشخصية مستثمر عقلاني بما يجب أن يعمله، واقترح صيغاً لتحديـد المعـدل المتوقع لعائد المحفظة ولقياس المخاطر المتوقعة أيضاً. ولهذا الغرض اعتمـد H. Markowitz على تباين معدلات العوائد في قياس مخاطر المحفظة فـي ظل فرضيات مقبولة، واستخرج معامل الارتباط بين الأدوات المختلفـة مـن خلال العلاقة بين العائد والمخاطرة.

وقد اعتمد H. Markowitz في بناء نموذجه على الفرضيات الأساسية التالية:

1. يتمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فتـرة الاحتفاظ بالأذونات الاستثمارية.
2. يقدر المستثمرون المخاطر التي تواجه المحفظة علـى أسـاس تغييـر العوائد المتوقعة.
3. يحاول المستثمرون تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحـدة علمـاً بـأن المنحنيات المعتمدة لديهم تفسر بالمنفعة الحدية المتناقصة للثروة. وعليه يضع المستثمرون قراراتهم على ما يتوقعونه مـن علاقـات العوائـد بالمخاطر وتكون منحنيات منافعهم الاستثمارية دوال للعوائد المتوقعـة من جانب وللتباين (أو الانحراف المعياري) المتوقع لهذه العوائد فقط.

4. يتسم المستثمرون بالسلوك العاقلاني وبالتالي فإنهم يفضلون العوائد الأعلى على العوائد الأدنى عند نفس المستوى من المخاطر أو أنهم يفضلون المخاطر الأدنى على المخاطر الأعلى عند نفس المستوى من العوائد.

واعتماداً على هذه الفرضيات وضع **Markowitz** أول تقييم كمي لعلاقة العوائد بالمخاطر، وطور أسلوباً يجري بموجبه تحديد المحفظة المثلى التي تقوم على فكرة أساسية: إن منفعة المستثمر تفسر من خلال دالة تعتمد على متغيرين مستقلين: أحدهما العائد المتوقع والآخر التباين (أو الانحراف المعياري) لهذا العائد. وهنا فإن المستثمر يفضل في النهاية عائداً متوقعاً أعلى وتبايناً أدنى للعائد المتوقع.

ويتطلب تطبيق نموذج **Markowitz** في صورته الأساسية معلومات عديدة فمثلاً عند تحليل عشر أدوات استثمارية لا بد من تحديد كل من العائد المتوقع والتباين لكافة هذه الأدوات وبواقع:

$$\frac{n(n-1)}{2}$$

أي:

$\frac{10(9)}{2}$ ، أي: (45) فيكون التقدير متعدد الجوانب **intractable**.

إن عدم إمكان الاعتماد على العائد (المتوسط) المتوقع في ظروف عدم التأكد هو الذي دفع **Markowitz** إلى إيجاد نموذج المتوسط – التباين

(mean – variance model)، وذلك لربط العائد بالمخــاطرة فــي ظــل الافتراضات السابقة المحددة لمحفظة متنوعة تتسم أدواتها بالمخاطر.

وقد اعتمدت نظرية التسعيرة المقاصة على ثلاث فرضيات رئيسة:

1. سيادة المنافسة التامة في أسواق رأس المال.
2. تعظيم الثروات المرافق للحذر من المخاطر كمحــور رئــيس لاهتمامات المستثمرين.
3. ارتباط العملية التصادفية Stochastic Operation المســؤولة عــن توليد العوائد بمجموعة من العوامل المشــتركة المــؤثرة فــي أدوات المحفظة الاستثمارية (مثل التضخم ونمو GDP وتقلبات أسعار الفائدة وغير ذلك من العوامل المسببة لحالات عدم التأكد أو المخاطرة).

الفصل الثاني

صناديق الاستثمار

ماهية صناديق الاستثمار:

عادة ما ينصح المستثمر الذي يمتلك مدخرات محدودة، بأن لا يستثمرها في أوراق مالية، نظراً لاحتمال عدم كفاية تلك المدخرات لشراء تشكيلة من تلك الأوراق يكون من شأنها تخفيض حجم المخاطر التي قد تتعرض لهـا مدخراته كالسابق وفقاً لأساسيات الفكر في مجال الاستثمار لا ينبغي على المستثمر أن يوجه مدخراته لشراء ورقة مالية واحدة (الأسهم أو السندات التي تصدرها منشأة معينة)، بل يجب شراء تشكيلة من الأوراق تصدرها عـدد من المنشآت. لكي يتحقق له القدر من التنويع الذي يوفر له حماية مناسبة ضـد تقلب القيمة السوقية لمكونات تلك التشكيلة.

هذا ما يعبر عنه بالقول بألا يضع المرء كل ما يملكه من بيض في سلة واحـدة. أو ما يعبر عنه في مفهوم الفكر في مجال الاستثمار بسياسة التنويع. التي يمكن يمكن تنفيذها من خلال تنويع ماركويتز أو من خلال التنويع الساذج أي البسيط.

بعبارة أخرى لا يوجد سبيل يجعل عملية الاستثمار مربحة، سوى شراء عدد ملائم من الأوراق المالية وبكميات غير كسرية، وهو ما لا يمكن لصـغار المستثمرين تحقيقه.

ولا يعتبر صغر حجم المدخرات السبب الوحيد لإحجام المستثمرين عن الاستثمار المباشر في الأوراق المالية. فهناك مستثمرين تتوافر لـديهم مـوارد مالية وفيرة تمكنهم من شراء تشكيلة مناسبة مـن الأوراق الماليـة، إلا أنهـم يحجمون عن ذلك إما لعدم توفر الخبرة والمعرفة لإدارة مثل هذه التشـكيلة. أو لعدم توفر الوقت الكافي لديهم، ولتلبية احتياجات هؤلاء المسـتثمرين أنشـئت شركات متخصصة فـي بنـاء وإدارة تشـكيلات "Public Portfolios" أو صناديق للاستثمار تتيح لهم شراء عدد من الحصص في تلك المحـافظ، بمـا

يتناسب مع ما يتوافر لديهم من موارد مالية. ويطلــق علــى هــذه الشــركات بشركات الاستثمار.

تصنيف شركات الاستثمار:

شــركات الاســتثمار "Investment Companies" هــي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين مــن مختلــف الفئــات، لتقــوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية التي تناسب كــل فئــة، ويتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التــي يســتثمر فيهــا أمواله. أما الأوراق المكونة للتشكيلة فهــي مــن النــوع ذات التــداول العــام "Publicly Traded Securities" مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزانــة وليس من حق المستثمر أن يدعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة، فحقه يتمثل فقط في حصة في التشكيلة ككل يحصل في مقابلها على أسهم أو شهادات دالة على ذلك.

ويصنف قــانون شــركات الاســتثمار "Investment Company" الأمريكي تلك الشركات في ثلاث مجموعات، شركات الشهادة الاسمية، وودائع وحدة الاستثمار المدار، والنسبة لشركات شــهادات القيمــة الاســمية "Face Amount Certificate Companies" ففيها يشتري المستثمر شهادة يحــدد فيها مبلغ يستحق له في تاريخ معين. وكما يبدو فإن العلاقــة بــين المســتثمر والشركة لا تخرج عن كونها علاقة دائن بمدين. ونظراً لندرة هذا النــوع مــن الشركات فسوف يركز هذا القسم على النوعين الآخرين.

أولاً: ودائع وحدة الاستثمار:

ودائع وحدة الاستثمار "Unit Investment Trust" هي نوع مــن شركات الاستثمار التي تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية لا يطــرأ عليهــا أي

تغيير إلا نادرا. وذلك حتى تاريخ انقضاء الشـركة وتتكـون ودائـع وحـدة الاستثمار بواسطة كفيل "Sponsor" غالباً ما يكون بيتاً للسمسرة يقوم بشراء تشكيلة من الأوراق المالية (غالباً سندات) ثـم يقـوم بإيـداعها لـدى أمـين "Trustee" عادة ما يكون أحد المصارف التجارية، والذي يقوم بدوره بإصدار شهادات قابلة للاسترداد "Redeemable Trust" تبـاع للجمهـور، وتعطي الشهادة لحاملها الحق في الحصول على حصته من فوائد السندات.

ولكن كيف يحصل الكفيل على أتعابه؟ يحصل عليها مقدماً وذلك بـأن يبيع الوحدة بقيمة تعادل قيمتها الصافية (NAV) مضافاً إليها قيمـة الأتعـاب، ولتوضيح الفكرة دعنا نفترض أن بيتاً للسمسرة قام بشراء سندات بقيمة قـدرها مليون دولار، أودعها لدى أحد المصارف التجارية الذي أصدر فـي مقابلهـا 10000 شهادة، تباع الواحدة بسعر 104 دولارات. هذا يعني أن حصيلة البيع سوف تبلغ 104 مليون دولار، منها مليون دولار تمثل القيمة الاصلية للسندات و40000 دولار تغطي ربح الكفيل، إضافة إلى ما تكبده من مصروفات بيعيـة بما فيها عمولة البنك.

وإذا ما تأمل القارئ الشكل القانوني لوديعة وحدة الاستثمار سوف يجده في حقيقية الأمر اتحاداً وليس شركة: لأن الكفيل أو المؤتمن لا يبذل مجهـوداً يذكر لذا فإن ما يباع للمستثمر يطلق عليه وحدة "Unit" وليس سهماً عاديـاً كما هو الحال في شركات الاستثمار. فالكفيل يكاد ينتهي دوره بمجـرد بنـاء التشكيلة، والأمين يكاد يتلخص دوره في إصدار الشهادات. وتحصـيل الفوائـد المستحقة عليها تمهيداً لدفع قيمتها لحملة الشهادات (الوحدات)، كما يـدفع لهـم أيضاً القيمة المستردة في تاريخ استحقاق الشهادة.

وعلى الرغم من جاذبية هذا النوع من الاستثمار إلا أنه يعاب عليه التزام المستثمر بإضافة عائده السنوي في إقراره الضريبي لا سيما وأن العائد قد لا يتحقق بالفعل إلا في تاريخ الاستحقاق الذي قد يكون لاحقاً لتاريخ تقديم الإقرار، أما كيفية حساب العائد فتتم باستخدام فكرة معدل العائد الداخلي التي عادة ما تعرض له مؤلفات الإدارة المالية، حيث يتمثل الاستثمار المبدئي في القيمة المدفوعة لشراء الإيصال أما التدفقات النقدية المستقبلة فتتمثل فيما سوف يحصل عليه المستثمر في تاريخ الاستحقاق أي القيمة المدونة على الإيصال أو الشهادة.

ثانياً: شركات الاستثمار المدار:

يطلق على شركات الاستثمار المدار "Managed Investment Companies" شركات الإدارة "Management Companies" أو الشركات المدارة "Managed Companies". ويقصد بها الشركات التي تؤدي فيها إدارة الشركة دوراً بارزاً في إدارة تشكيلة الأوراق المالية. وذلك تمييزاً لها عن ودائع وحدة الاستثمار التي لا يؤدي فيها الكفيل أو الأمين دوراً في هذا الشأن. وكنتيجة لذلك يتوقع أن تكون تكاليف بناء التشكيلة وإدارتها أعلى في حالة شركات الاستثمار. ولم تقف التكاليف العالية حائلاً دون نمو تلك الشركات، ذلك أن معظم المستثمرين يعتقدون – أن مزايا الإدارة المستمرة للتشكيلة تفوق قيمة التكاليف المصاحبة، هذا وتنقسم شركات الاستثمار المدارة إلى شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة، وشركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة.

أ) شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة:

تشكل شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة "Closed – End Investment Companies" صناديق استثمار يطلق عليها الصناديق ذات النهاية المغلقة "Closed – End Funds" التي يخول لها المشرع الحق في إصدار أسهماً تباع للجمهور، إذ يتبع في إصدارها ذات الإجراءات التي تتبع في غيرها من الشركات.

فالطريق الوحيد المتاح لمن يرغب في بيع ما يملكه من تلك الأسهم أو من يرغب في شراءها بعد أن انتهى بنكير الاستثمار – الذي تولى إصدارها – من تصريفها، أن يصدر أمراً بذلك للسمسار الذي يتعامل معه، والذي يقوم بدوره بتنفيذ الأمر إما في السوق المنظمة (البورصة) التي يتداول فيها تلك الأسهم، أو في السوق غير المنظمة التي يطلق عليها المعاملات عبر المنضدة "Over the Counter (OTC)" وذلك من خلال التجار وبيوت السمسرة التي يسمح لها بالتعامل في تلك الأسهم بيعاً وشراءاً.

وهذا ويطلق على أسهم شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة بالصناديق ذات التداول العام "Publicly – Traded Funds"، التي تنشر قيمتها السوقية يومياً في صحف المال. أما قيمة الأصل الصافية فتنشر في جريدة وول ستريت "The Wall Street Journal" كل يوم اثنين، إذ يجد فيها المستثمر القيمة السوقية للسهم وقيمة الأصل الصافية، أما الفرق بينهما فيوضح ما إذا كان السهم يباع بعلاوة أو بخصم. مع ملاحظة أن القيمة السوقية للسهم تمثل آخر سعر بيع به السهم "Asked Price" في يوم الجمعة السابقة (نهاية الأسبوع في الولايات المتحدة الأمريكية).

ب) شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:

تدير شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة "Open – End Investment Companies" عدداً من صناديق الاستثمار يطلق عليها الصناديق المشتركة "Mutual Funds". وقد جاءت عبارة النهاية المفتوحة من أن حجم الأموال المستمثرة في الصندوق غير محدد ذلك أنه يجوز للشركة إصدار المزيد من الأسهم العادية وبيعها، وإن كان لا يجوز لها إصدار سندات، وعلى عكس شكرات الاستثمار ذات النهاية المغلقة، لا تتداول أسهم الشركات ذات النهاية المفتوحة بين الأفراد، بل تقف الشركة نفسها على استعداد دائم لإعادة شراء ما سبق أن أصدرته من أسهم، أو لإصدار المزيد منها لتلبية احتياجات المستثمرين وهو ما تسعى إليه الإدارة، وذلك طالما أن ما تحصل عليه من أتعاب يحسب على أساس القيمة الكلية للأموال المستثمرة في الصندوق.

هذا يعني ضمنياً أن أسهم تلك الشركات لا تتداول في أسواق رأس المال المنظمة وغير المنظمة ومن ثم لا تسجل أسهمها في تلك الأسواق وبالتالي لا تكون لها قيمة سوقية. كما لا يوجد مجال للمساومة بشأن السعر. فالسعر الذي تشتري به الشركة أسهمها عادة ما يساوي قيمة الأصل الصافية للسهم. أما السعر الذي يباع به السهم فيساوي أيضاً قيمة الأصل الصافية للسهم إذا لم تكن هناك مصروفات شراء، أما إذا كان هناك مصروفات للشراء فإن سعر السهم سوف يساوي قيمة الأصل الصافية مضافاً إليها قيمة تلك المصروفات وعادة ما تقوم الشركة بحساب قيمة الأصل الصافية يومياً، أو حتى مرتين في اليوم الواحد ويتم الحساب على أساس القيمة السوقية للأوراق المالية التي يشتمل عليها صندوق الاستثمار، وقت إجراء الحساب وفي بعض الشركات يتم حساب

قيمة الأصل الصافية على أساس القيمة السوقية لحظة إبرام صـــفقة البيــع أو الشراء. ولتوضيح كيفية حساب قيمة الأصل الصافية في ظل إبـــرام صـــفقات البيع والشراء، سوف نفترض أن الميزانية العمومية لشركة استثمار معينة، هي كما في الجدول رقم (1) التالي:

جدول رقم (1)

الميزانية العمومية لشركة الاستثمار في لحظة معينة في يوم ما

(القيمة بآلاف الدولارات)

القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للتشكيلة	5400
نقدية	400
أوراق قبض	800
القيمة السوقية للأصول	6600
خصوم متداولة	1600
القيمة السوقية لحقوق الملكية	5000
القيمة السوقية للخصوم	6600

تصنيف صناديق الاستثمار:

يمكن تصنيف تلك الصناديق على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها، كما يمكن تصنيفها على أساس هدف الصندوق والذي عادة ما يحدد بطريقة تلائم فئة معينة من المستثمرين.

أ) تصنيف صناديق الاستثمار وفقا لمكونات التشكيلة:

يشير ريلي إلى إمكانية تصنيف تشكيلة الأوراق المالية المكونة لصناديق الاستثمار في أربع مجموعات صناديق أسهم عادية، وصناديق سندات، وصناديق متوازنة، ثم صناديق سوق النقد.

1. صناديق الأسهم العادية:

على الرغم من أن صناديق الأسهم العادية "Common Stock Funds" تشتمل فقط على أسهم عادية، فإنها تختلف فيما بينها باختلاف سمات تلك الأسهم. فهناك الصناديق التي تركز على الأسهم العادية التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو، وهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة معينة بل وربما المنشآت العاملة في منطقة جغرافية معينة.. وهكذا. لذا، فإن القرار الأولي الذي ينبغي أن يتخذه المستثمر هو ما إذا كان يرغب في استثمار أمواله في أسهم عادية أم لا؟ وإذا كانت الإجابة بنعم حينئذ يصبح قراره التالي هو اختيار نوعية الأسهم التي يفضلها.

2. صناديق السندات:

يقصد بصناديق السندات "Bond Fund" تلك التي تتكون من سندات فقط.

3. الصناديق المتوازنة:

يقصد بالصناديق المتوازنة "Balanced Funds" تلك التي تشتمل على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت. مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم

عادية، والأسهم الممتازة0 لـذا، يطلـق عليـه أيضـاً الصـناديق المنوعـة "Diversified Funds".

4. صناديق سوق النقد:

يقصد بصناديق سوق النقد "Money Market Funds" تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجـل، التي عادة ما تتداول في سوق النقد. أي من خلال مؤسسات مالية كالمصـارف التجارية، إضافة إلى بيوت السمسرة المتخصصة في التعامل في تلك الأوراق. ومن الأمثلة على الأوراق المالية قصيرة الأجل أذونات الخزانـة، وشـهادات الإيداع (الاستثمار)، والكمبيالات المصرفية.

ب) تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للأهداف المقررة:

يتحدد هدف صندوق الاستثمار بطريقة تجذب لـه فئـة معينـة مـن المستثمرين. ويمكن أن نميز بين أربعة أهداف أساسية. هي النمـو، والـدخل، والدخل والنمو، وإدارة الضريبة. إضافة إلى الصناديق ذات الأهداف المزدوجة.

1. صناديق النمو:

يهدف القائمون على إدارة صناديق النمـو "Growth Funds" إلـى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق لذا، عادة ما تشتمل على أسهم عادية للمنشآت التابعة لصناعات تتسم بدرجة عالية من النمو.

وعادة ما تناسب تلك الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في تحقيـق عائد مرتفع في الوقت الذي يخضعون فيه لشريحة ضريبية عالية. خاصة فـي ظل نظام يكون معدل الضريبة فيه على التوزيعات والفوائد (الربح الإيـرادي) مرتفعاً عن معدل الضريبة على الربح الرأسمالي (أي الربح الناجم عـن بيـع الاستثمار بقيمة أكبر من القيمة الذي سبق أن اشترى به). كما قد تناسب تلـك

الصناديق كذلك المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم فيها لتغطية نفقات معيشتهم.

2. صناديق الدخل:

تناسب صناديق الدخل "Income Funds" أولئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم، لـذا، عادة ما تشتمل التشكيلة على سندات وأسهم منشآت كبيرة ومستقرة – "Blue Chip" توزع الجانب الأكبر من الأرباح المتولدة، مثل هؤلاء المستثمرين عادة ما يخضعون لشريحة ضريبة صغيرة، أو ربما لا يخضعون للضـريبة علـى الإطلاق. وهو ما يعني عدم اهتمامهم بـالفرق بـين معـدل الضـريبة علـى التوزيعات والفوائد ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية.

3. صناديق الدخل والنمو:

تستهدف صناديق الـدخل والنمـو "Partially Income Partially Growth Funds" أولئك المستثمرين الذين يعتمـدون جزئيـاً علـى عائـد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة، ويرغبون في الوقت نفسه تحقيق قدر من النمو المضطرد لاستثماراتهم.

4. صناديق إدارة الضريبة:

يقصد بصناديق إدارة الضـريبة "Tax – Managed Funds" تلـك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية ما يعادل قيمتها، وبالطبع ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما لـم يحصـل المسـتثمر علـى التوزيعات نقداً. فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم.

5. الصناديق ذات الأهداف المزدوجة:

الصناديق ذات الأهداف المزدوجـة "Dual – Purpose Funds or Dual Funds" هي نوع خاص من الصناديق ذات النهاية المغلقة. التي يمكنها تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين، المستثمرون الذين يهدفون إلى الحصول على دخل "Income" .

مخاطر الاستثمار INVESTMENT RISKS:

هناك أخطار كثيرة قد يتعرض لها أي استثمار نورد فيما يلي أهمها:

أ- خطر الركود الاقتصادي:

وهو الخطر النابع من الأوضاع الاقتصادية في البلد الذي يود المستثمر توظيف أمواله فيه.

إن خطر الركود لا يصيب فقط الاستثمار في الأسهم، بل يتعداه أيضاً للاستثمار في سندات الشركات، التي لا تتمتع عادة بدرجة عالية من الجودة، لذا يُطلق عليها بلغة البورصة اسم JUNK BONDS أي سندات خردة، والتي يقبل عليها الناس لأنها تدر عائداً أكبر من ذاك الخاص بالسندات الحكومية.

إن سعر هذه السندات ينهار عادة خلال فترات الركـود، لأن أغلب الشركات المصدرة لسندات الخردة لا تتمكن من دفع الفوائد المترتبة عليها، وقد تتوقف عن دفع القيمة الاسمية لها لدى حلول أجلها، بسبب الضائقة المالية التي تحل بها أثناء فترات الركود العصيبة.

ب- خطر التضخم INFLATION RISK:

إن أكثر الاستثمارات تأثراً بالتضخم هي تلك القائمة على إيداع الأموال في البنوك في حسابات التوفير.

وخطر التضخم لا يحيط فقط بحسابات التوفير، بل يهاجم أيضاً بشـدة أغلب الاستثمارات، خاصة في الأسهم والسندات، لأن البنوك المركزية تعمـد عادة لرفع الفوائد، لكبح جماح التضخم، الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض فـي أسعار الأسهم والسندات خاصة تلك الطويلة الأجل.

ج- خطر الفوائد INTREST RISK:

يُعد ارتفاع معدلات الفوائد القصيرة والطويلة الأجل من ألد أعداء الاستثمار في الأسهم والسندات، وفقدان مؤشر "داو جونز" في نيويورك 400 نقطة خلال الأشهر الأولى من عام 1994 نتيجة لرفع البنك الفيدرالي للفوائد أكبر دليل على ذلك.

د- أخطار السوق MARKET RISK:

تتأثر أسعار الأسهم ككل في السوق الواحدة بعوامل كثيرة منها:

- نفسية المستثمرين نتيجة للمناخ الاقتصادي.
- الأحداث السياسية المحلية والعالمية.
- الأحداث العسكرية المحلية والعالمية.
- بالإضافة إلى أن انتشار وسائل الإعلام وتلاحم الأسواق عالمياً جعلهـا تتأثر ببعضها بعضاً، الأمر الذي ينتج عنه صعود غالبيـة الأسـهم أو هبوطها في هذه الأسواق في آن واحد.

هـ- الأخطار الخاصة SPECIAL RISKS:

ونعني بها تلك التي تتعرض لها شركة معينة، أو مجموعة من الشركات التابعة لقطاع صناعي معين، نورد فيما يلي أمثلة عديدة عن هذه المخاطر:

- ✓ عندما تصاب أية شركة بخسارة مالية لسوء إدارتها، أو لانحسار مبيعاتها أو لشدة المنافسة لمنتجاتها التي تجبرها على تخفيض أسعارها، آنذاك ينخفض سعر سهم هذه الشركة فقط، دون أن يؤثر ذلك على أسعار أسهم الشركات الأخرى في القطاع نفسه أو في السوق. لذا يمكن القول: إن أية أزمة مالية تمر بها أية شركة تشكل خطراً خاصاً بها، ولا يمتد لغيرها.
- ✓ يرتبط نجاح بعض الشركات بشخص معين، يكون عادة مؤسسها، ومالكاً جزءاً من أسهمها، كما هو الحال بالنسبة إلى شركة "دل كومبيوتر" التي يديرها مؤسسها مايكل دل، وبالنسبة إلى شركة "مايكرو سوفت" المشهورة، أكبر شركة برامج في العالم، والتي يديرها ويملك نصف عدد أسهمها المبرمج المبدع بل جيت، أغنى رجل في العالم.
- ✓ عندما أصدرت حكومة الولايات المتحدة الأمريكية تعليمات منعت بموجبها التدخين في الأماكن العامة، وعندما بدأت بعض المؤسسات بمكافحة التدخين، أثر ذلك سلبياً على مبيعات الشركات المنتجة للسجائر، وأدى ذلك إلى انخفاض أسعار أسهم جميع شركات الدخان في أمريكا.
- ✓ عندما يستثمر المرء بسهم شركة مثقلة بالديون، يكون استثماره عرضة لخطر خاص، يُهدد هذه الشركة بالإفلاس، واستثماره بالضياع.

التنويع للحماية من مخاطر الاستثمار: DIVERSIFICATION FOR INVESTMENT PROTECTION

يشير المثل القائل: "لا تضع كل بيضك في سلة واحدة" إلى خطورة وضع كل الأموال واستثمارها في نوع واحد من القنوات الاستثمارية المتاحة، ويشجع بالتالي على حماية الاستثمارات من المخاطر المحتملة التي قد تحيق بها عن طريق تنويعها.

واستناداً إلى هذه القاعدة انتشرت منذ سنوات استراتيجيات استثمارية تسمى بالإنكليزية ASSET ALLOCATION أو ASSETMIX؛ أي ما يمكن ترجمته بالعربية بـ"مزج الأصول".

وهذه الاستراتيجيات يطبقها بالدرجة الأولى عدد من مديري صناديق التقاعد والاستثمار، التي تضم مبالغ ضخمة جداً. وتقوم هذه الاستراتيجيات على توزيع الأموال المراد استثمارها على عدة وسائل استثمارية INVESTMENTISTRUMENTS، وبنسب مختلفة.

من هذه الوسائل ما هو تقليدي ومنتشر عالمياً، كالاستثمار في الأسهم المحلية والعالمية على اختلاف أنواعها، السندات طويلة الأجل، المعادن الثمينة، العقارات والتجارة الآجلة بالسلع، ومنها ما هو خاص ويقتصر على فئات قليلة من المستثمرين، كالاستثمار في الطوابع النادرة والتحف والأعمال الفنية وغيرها.

وقبل الدخول في تفاصيل هذه الاستراتيجيات سيتم، وبشكل مقتضب استعراض أهم الأخطار RISKS التي قد يتعرض أي استثمار لمجملها أو لبعضها.

التنويع في الاستثمار DIVERSIFICATION :

نبعت فكرة التنويع في الاستثمار، كوسيلة حماية من هذه الأخطار. إن استثمار المرء لجميع مدخراته في سهم شركة واحدة في أي بلد من بلدان العالم يتصف بدرجة كبيرة من المجازفة، لأن مثل هذا الاستثمار بعيد كل البعد عن التنويع، مما يجعله بالتالي عرضة لجميع أو أغلب الأخطار المذكورة،
وعليه يمكن للمستثمر التخفيف من المجازفة باللجوء إلى التنويع.

إن للتنويع درجات أولها أن يستثمر المرء مثلاً في نوع واحد من الاستثمارات، كالأسهم مثلاً، لكن دون أن يُركز استثماره في سهم شركة واحدة، بل يوزعها على عدد من أسهم الشركات. فاستثمار المرء لأمواله في سهم شركة "جنرال موتورز" الأمريكية، أو شركة "سام سونج" الكورية فقط، يتميز بدرجة عالية جداً من الخطورة، لأن هذا المستثمر يكون في كل لحظة عرضة لجميع هذه الأخطار الخمسة المذكورة من قبل. وللتخفيف من هذه المخاطر يستطيع المستثمر أن يخطو خطوة أولى باتجاه التنويع بأن يُبقي استثماره في الأسهم، إنما يوزع أمواله على أسهم عدة شركات.

بإمكان المستثمر أن يخطو خطوة أخرى زيادةً في التنويع، كأن يحمي محفظة الأسهم من أخطار التضخم باستثمار نسبة صغيرة من أمواله، أي حوالي 10% مثلاً في الذهب، إن هذه الإضافة – على بساطتها – تعدل من أثر خطر التضخم على المحفظة، لأن ارتفاع أسعار الذهب بشدة لدى ارتفاع درجة التضخم سيقلل من الخسارة التي قد تنتج عن انخفاض أسعار بعض الأسهم في المحفظة نتيجةً لهذا التضخم.

يمكن بالطبع توسيع التنويع ليشمل بقية وسائل الاستثمار غير التقليدية، كالأعمال الفنية والتحف والطوابع وغيرها.

نسب تنويع مقترحة في محفظة الاستثمار:

إن أغلب خبراء الاستثمار يكتفون مثلاً في الولايات المتحدة الأمريكية بالتنويع التالي:

- ✓ أسهم محلية.
- ✓ أسهم أجنبية.
- ✓ سندات طويلة الأجل.
- ✓ معادن ثمينة.
- ✓ عقارات.
- ✓ نقد.

وقد بدأت بعض صناديق الاستثمار في الآونة الأخيرة بإضافة الاستثمار في التجارة الآجلة FUTURE TRADE كإحدى وسائل التنويع. وتجدر الإشارة إلى أن التجارة الآجلة للسلع لا تناسب المستثمرين المحافظين لما تتميز به من درجة عالية من الخطورة.

يتم توزيع المال على وسائل الاستثمار المختلفة في المحفظة بنسب مختلفة، وطبقاً للتوقعات الاقتصادية وعوامل أخرى.

يمكن ضرب مثال لتوزيع المال على الأصول المختلفة في محفظة استثمار على النحو التالي:

- %30 أسهم أمريكية.
- %20 أسهم أجنبية.
- %20 سندات طويلة الأجل.

- 10% معادن ثمينة.
- 10% عقارات.
- 10% نقد.

وتتوقف نسبة توزيع الأموال على وسائل الاستثمار المختلفة على المناخ الاستثماري، وشخصية المستثمر وعمره واحتياجاته، مثلاً، وتوقعاته.

يحتاج المستثمر الفرد الذي يرغب في تشكيل محفظة استثمار خاصة به، وتشتمل على مزيج من الأصول بالشكل الذي شرحناه أعلاه، لمبالغ كبيرة قد لا تتوفر له. في هذه الحالة يستطيع هذا المستثمر تحقيق التنويع الذي يصبو إليه عن طريق استثمار الأموال بالنسب المطلوبة في صناديق استثمار مشتركة، فهناك صناديق استثمار مشتركة للأسهم المحلية والأجنبية، وللمعادن الثمينة، والسندات، والعقارات، في الولايات المتحدة الأمريكية، وأوروبا، والشرق الأقصى. وميزة هذه الصناديق هي توفير تنويع ضخم لكل نوع من أنواع الاستثمار المطلوبة.

الفصل الثالث

أساسيات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية

١

إن سوق الأوراق المالية هو عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، وفقاً لذلك فإن بورصة نيويورك أو القاهرة أو الإسكندرية، تمكن المستثمرين بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل البورصة عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، وقد يتم تداول الأسهم والسندات بيعاً وشراء
خارج حلبة البورصة تسمى بعملية البيع والشراء خارج المقصورة، كما يلاحظ أن بورصة نيويورك تقتصر على بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة أي الثانوية بينما في بورصة شيكاغو Chicago Board of exchange يتم التعامل في مكان واحد أي مركزي كبورصة نيويورك New York Stock exchange، ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال أدى إلى التقليل من أهمية السوق المركزي حيث يمكن أن يتم التعامل خارج البورصة من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف أنحاء البلاد، وهذا يعني أنه قم يتم التعامل داخل البورصة في نوع معين من الأوراق، وقد يتم التعامل خارج البورصة وتسمى بالسوق الموازية.

أنواع الأوراق المالية: Classes of Securities:

الخطوة الأولى في تحليل الأوراق المالية هي معرفة أنواعها حيث تصنف إلى أربعة فئات:

1. السندات Bonds.
2. الأسهم العادية Commend Stock.
3. الأسهم الممتازة Preferred Stock .
4. الأوراق المالية المشتقة Derived Securities .

1. السندات: Bonds

يوجد عدة أنواع مختلفة من السندات، كالسندات المضمونة بأصول، والسندات العادية، والسندات من الدرجة الأولى أو من الدرجة الثانية – وكل هذه الأنواع لها تاريخ استحقاق محدد Fixed maturity حيث ينبغي أداء هذه الالتزامات، ولحملة هذه السندات الحق في الحصول على دخل ثابت أما يدفع سنوياً أو نصف أو ربع سنوي بصرف النظر عن الدخل الذي حققته الشركة.

يحصل حملة السندات على الفوائد قبل دفع توزيعات للملاك، مع الأولوية في الحصول على كافة حقوقهم إذا ما تم بيع وتصفية أصول الشركة وإذا توقفت أو تعثرت الشركة في سداد أي من هذه الحقوق (الفوائد وأصل القرض) فهذا يعني الإفلاس القانوني للشركة.

2. الأسهم: Stocks

تتصف أسهم راس المال بالدوام أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد طالما أن الشركة قائمة ومستمرة، ولكن من حق حملة الأسهم الحصول على صافي الدخل، وكذلك المتبقي من أصول الشركة بعد سداد كافة الالتزامات الأخرى ذات الأولوية في السداد، ويعني هذا أن احتمال أن يحصل أصحاب الأسهم العادية على عوائد أكبر من العائد الذي يحصل عليه حاملي السندات (حيث تحصل السندات على عائد ثابت) ولكن المخاطر التي يتعرض لها الملاك أكبر طالما أن حقوقهم مرتبطة بالدخل المتبقي بعد سداد الالتزامات ذات الأسبقية.

من ناحية أخرى لا يوجد أي التزام قانوني لدفع توزيعات حيث تتم بناء على رأي مجلس الإدارة وبعد موافقة الجمعية العمومية للمساهمين.

3. الأسهم الممتازة: Preferred Stocks

تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية، فهـي تجمـع فـي خصائصها بين النوعين – فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولويـة في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية – وهي تشبه الأسهم في تواجدها فهي دائمة رغـم الاتجـاه الحـالي لتكـوين احتياطات لإعادة شراء هذه الأسهم وتدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تعفى من الضريبة.

يتضح من هذا أن الأسهم الممتازة تجمع في خصائصها بـين الأسـهم والسندات ويوضح الجدول رقم (2) خصائص كل من السندات والأسهم العادية والأسهم الممتازة.

جدول رقم (2)

خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

الورقة المالية / عامل المقارنة	السندات Bonds	الأسهم الممتازة Preferred stock	الأسهم العادية Common Stock
أولاً: الحق في الحصول على دخل 1-من حيث الأسبقية Priority 2-من حيث مبلغ الدخل أو العائد Amount	الدرجة الأولى في السداد ثابت ومحدد	المرتبة الثانية ثابت ومحدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد
ثانياً: الحق في الأصول عند التصفية 1-درجة الأسبقية 2-المبلغ	المرتبة الأولى محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد
ثالثاً: الحق في استرداد القيمة. - تاريخ الاستحقاق	إجباري محدد مسبقاً وله تاريخ سداد	(القيمة الاسمية) غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	المتبقي غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق

4. الأوراق المالية المشتقة أو المهجنة Derived Securities:

تدخل الأصول المالية الأخرى غير الثلاثة أنواع السابقة تحت هذه الفئة مثل السندات أو القروض القابلة للتحويل إلى أسهم Convertibles والقروض ذات الحق في شراء عدد من أسهم المنظمة خلال فترة معينة متفق عليها وبسعر محدد مسبقاً Options ، فهي تشتمل على خصائص مشتقة من ورقة أخرى كحق حامل السند في شراء عدد من الأسهم العادية التي تصدرها المنظمة بسعر متفق عليه The Value a Call Option.

أنواع أسواق الأوراق المالية:

يمكن تصنيف أسواق الأوراق المالية كما يلي:

1- السوق الأولية: Primary market

يجب قبل دراسة وتحليل أوراق مالية معينة أن نوضح الفرق بين السوق الأولية والثانوية، فالسوق الأولية هي تلك السوق حيث يكون بائع الورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها أي أن المنظمة هي البائعة لهذه الأوراق، فمثلاً إذا أصدرت شركة جنرال موتورز أسهماً إضافية أو شركة أبو قير للأسمدة، فهذه الأسهم تطرح للاكتتاب لأول مرة فيما يسمى بالسوق الأولية Primary market حيث تحصل الشركة على صافي المتحصلات من هذا الإصدار.

تتصف عملية الإصدار هذه بأنها غير دورية، وغير متكررة، وإذا رغب المستثمر الذي اكتتب في أسهم الشركة بيع هذه الأسهم، فإن البائع للسهم في هذه الحالة مستثمر آخر غير الشركة التي أصدرت الأسهم لأول مرة، حيث تتم فيما يسمى بالسوق الثانوية The Secondary Market .

2- السوق الثانوية للأوراق المالية:

هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل في الأسهم والسندات التي سبق إصدارها وتم تداولها بين المستثمرين، فمثلاً إذا رغب مستثمر الحصول على 100 سهم من أسهم شركة I.B.M من بورصة نيويورك (NYSE) فقيمة هذه الأسهم لا تذهب إلى الشركة وإنما إلى بائع هذه الأسهم، وهذا يعني أن التعامل يتم بين المستثمرين ولا دخل للشركة في عملية التداول والتغيير الذي طرأ على إصدار شركة I.B.M هو التغيير في حملة الأسهم.

السوق الأولية: يتم فيها بيع الأسهم والسندات الجديدة والبائع الشركة المصدرة لهذه الأوراق أي أن الشركة طرفا في التعامل.

السوق الثانوية: يتم فيها التعامل في الأوراق المالية بين المستثمرين ولا علاقة للشركة بذلك.

وسطاء وسماسرة الأوراق المالية: Porkers and dealers

تتم غالبية التعاقدات والتعاملات في الأوراق المالية بواسطة شركات تعمل في مجال الوساطة والسمسرة فهي تعتبر وكيل Agent عن المستثمرين، فإذا كان السمسار وكيلاً فإنه يحصل على سمسرة أو عمولة Commission مقابل ذلك.

يأخذ الوسيط التاجر A dealer عدة مواقف متباينة؛ فقد يشتري ويبيع الأوراق المالية لحسابه في الأجل القصير وليس لحساب الغير مثل السمسار، لأنه لو احتفظ بالأوراق لفترة طويلة فإنه يتحمل الخسارة الناتجة عن انخفاض سعرها.

يحصل الوسيط التاجر على الفرق بين سعر شراء الورقة bid price وسعر البيع لطالبها (The ask price)، فهو يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابه انتظاراً لتلبية أوامر العملاء Customer's orders ، لذلك يطلق عليهم صانعي السوق market makers مما يعني أن معظم الشركات تقوم بعمليات السمسرة وتجارة الأوراق المالية، وهي تتحمل المخاطر الناتجة عن ذلك، بينما يعمل السمسار لحساب الغير مقابل عمولة ولا يتحمل أي مخاطر.

السوق المنظمة للأوراق المالية: Organized exchanges

سبق أن ذكرنا أن الأوراق المالية السابق إصدارها يتم تداولها في الأسواق الثانوية Secondary markets ، لذلك نجد أن معظم هذه الأوراق يتم التعامل فيها في الأسواق المنظمة كبورصة نيويورك The New York stock exchange (NYSE)، والبورصة الأمريكية للأسهم The American stock exchange بورصة القاهرة والإسكندرية. ولبيان كيفية التعامل في الأسواق المنظمة، نعطي المثال الآتي:-

بفرض أن السيد وائل يرغب في شراء 200 سهم من أسهم الشركة المتحدة والمدرج أسهمها بجدول أسعار بورصة الإسكندرية، حيث يتصل بأحد السماسرة ويطلب منه (أمر شراء) شراء 200 سهم من السوق، وبالمقابل يوجد شخص آخر هو السيد "عادل" يرغب في بيع 200 سهم من أسهم ذات الشركة، يقوم سمسار المشتري بالاتصال بسمسار الصالة بالبورصة Floor brokers ويتصل سمسار الصالة بالسمسار المتخصص والذي يتعامل في هذا النوع من الأسهم – فقد يكون لديه طلب بيع هذا العدد من الأسهم من سمسار آخر – وبذلك تتم الصفقة وبالسعر الجاري في السوق، أو قد يجد السمسار عدد من الأسهم المعروضة للبيع، من عميل آخر، ومن ثم يمكنه الحصول من السمسار

المتخصص بحلبة البورصة على العدد الباقي من الأسهم بسعر أعلى قليلاً من سعر السوق (السمسار المتخصص عضو بالبورصة مسئوليته المحافظة على استقرار البورصة والتوازن بين أوامر الشراء وأوامر البيع)، بينما تتم هذه العملية بالبورصة المصرية آليا بحيث يترك السعر المعلن لمدة نصف ساعة، فإذا لم يحدث أي تداول على هذا النوع من الأسهم من عملاء آخرين
فإن هذا يعني ثبات السعر والكمية على المشتري.

التعامل في الأوراق المالية غير المقيدة بالبورصة Over the Counter markets:

يشير هذا المصطلح إلى كيفية التعامل في الأوراق المالية خارج السوق المنظمة. حيث تتم التعاملات في هذه الحالة بين البنوك المحلية خاصة الأوراق غير المدرجة بجدول أسعار البورصة unlisted securities ؛ وبذلك تتم عملية الشراء في أكثر من مكان سواء لدى السماسرة الوسطاء المنتشرين حيث يتم الربط بينهم من خلال شبكة اتصالات إلكترونية مما يؤدي إلى خلق جدول لأسعار الشراء bid quotes to buy وجدول أسعار للبيع ask quotes to sell ، ويسمى هذا النوع من التعامل في الأوراق المالية غير المدرجة بالبورصة بالتعامل في السوق الموازية.

اشتراطات التعامل في الأوراق المالية: Trading arrangements

يشترط توافر عدد من الترتيبات لكي يتم التداول والاتجار في الأوراق المالية بين المستثمرين وسماسرة وتجار الأوراق المالية والتي منها: نوع الأمر الذي يجب تنفيذه، تكلفة إتمام العملية، كيفية دفع قيمة العملية، توضح هذه الترتيبات بشكل مختصر فيما يلي:-

أولاً: أوامر السوق: **market orders**

حيث تصنف هذه الأوامر إلى:

أ- أمر الشراء والبيع بسعر السوق: **market order**

يدل هذا الأمر بأن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يجري التعامل عليه، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق market buy order فإنه يعني الشراء بأقل سعر، بينما أمر السوق بالبيع market sell order بمعنى البيع بأعلى سعر يجري التعامل به، يعني هذا أن أوامر السوق تحدث إذا كان المستثمر يرغب في الشراء أو البيع الفوري وبكميات قليلة بحيث لا تحدث تغييرا ملموسا في السعر الذي يتم التعامل به في السوق.

ب- الأوامر المحددة السعر: **Limit Orders**

يعتبر الأمر المحدد للسعر Limit Order من الأوامر الشائعة والذي يعني أن المستثمر يحدد الشعر الذي يتم به الشراء أو البيع للسهم أو السند، فمثلا بفرض أن المستثمر يرغب في شراء 3000 سهم من أسهم الشركة المتحدة حيث يعتبر هذا الطلب كبير نسبياً بالنسبة لهذا النوع من الأسهم، وبفرض أن آخر سعر الشراء 25.5 دولار (سعر الافتتاح) وسعر البيع 25 دولار – ويعني هذا أن سعر الشراء 25.5 دولار (سعر الافتتاح) وسعر البيع 25 دولار (سعر الإقفال ليوم الأمس)، وبفرض أن المتاح حالياً في السوق هو شراء 3000 سهم مما يؤدي إلى دفع السعر إلى أعلى مما يدفع المستثمر إلى تحديد حد أقصى للسعر – بأن يذكر في الأمر 3000 سهم بسعر 25 وربع دولار – وهذا يعني أنه مستعد لشراء أي عدد من الأسهم حتى 3000 سهم،

ومن الواضح أن المستثمر يتحمل المخاطر الناتجة عن عدم شراء أو بيع الأسهم بالسعر المحدد.

تصنف الأوامر المحددة إلى:

(1) أوامر يومية Day order : أو أوامر مفتوحة open order

وتعتبر الأوامر اليومية مناسبة حيث يتم التعامل بموجبها حتى نهاية يوم العمل بالبورصة، فمثلاً إذا طلب أحد المستثمرين في الأمر اليومي شراء 3000 سهم بسعر 25 وربع دولار، ولكن تم تدبير 1000 سهم فقط في هذا اليوم – فهذا يعني أن الأمر يعتبر ملغياً في نهاية يوم عمل.

(2) أما بالنسبة للأوامر المفتوحة Open order : فإنه يتم التعامل بها طالما لم يتم إلغاؤها، وقد يحدد لمثل هذا النوع من الأوامر فترة زمنية، وفقاً لذلك يتم شراء الأسهم بالسعر المحدد إلى أن يتم تنفيذ الأمر أو إلى أن يلغي العميل الأمر.

ج- البيع على المكشوف Short Selling :

يربك هذا النوع الكثير من الأفراد لأنه عكس الاستثمار الطبيعي في الأوراق المالية والذي يقوم على قاعدة وجود فترة زمنية بين عملية بيع سهم معين ثم إعادة شراء هذا السهم. ولكن استراتيجية الشراء والبيع على المكشوف تتم على أساس توقعات المستثمر بالاتجاه النزولي للسعر، والمثال التالي يوضح ذلك:

بفرض أن المستثمر يعتقد بأن سهم المتحدة الذي سعره 15 دولار، مقوم بأكثر من قيمته الحقيقية وسيحدث انخفاض في السعر خلال فترة زمنية، لذلك فإنه يعرض للبيع على المكشوف عدد من الأسهم أي 100 سهم بسعر 15 دولار، من أسهم المتحدة – وإذا كانت توقعاته دقيقة، وسجل السعر 12 دولار،

فإنه يغطي نفسه بأن يعيد شراء ذات الأسهم من السوق بالسعر الأخير محققا ربح مقداره 300دولار، وتتلخص هذه العملية كما يلي:-

- ✓ اليوم يبيع المستثمر على المكشوف 100 سهم من أسهم المتحدة بسعر 15 دولار = 1500دولار.
- ✓ بعد أسبوع صدقت توقعاته يعيد شراء نفس الأسهم (100 سهم) من السوق بسعر 12دولار للسهم = (1200) دولار.

أي أن الربح = 1500 – 1200 = 300 دولار.

لو نظرنا إلى عملية البيع على المكشوف لوجدنا أن هذا النظام يكشف عن نقطة مهمة وهي:

أن الفرد الذي اشترى السهم من البائع على المكشوف بموجب شهادة ملكية للسهم يحصل على التوزيعات من الشركة المصدرة للسهم (حيث اقترض البائع السهم من شركة السمسرة)، وأن البائع على المكشوف ملزم بدفع التوزيعات في نفس الوقت إلى من اقترض منه السهم أي عندما يكون المستثمر بصدد شراء أوراق مالية فقد تتاح له الفرصة للحصول على قرض من السمسار لتغطية جزء من ثمن الأوراق المالية المشتراة وتسمى مثل تلك الأحوال بالشراء الهامشي، يعني ما سبق أن شراء السهم الهامشي بمعنى أن المستثمر يقترض جزء من ثمن الشراء للأسهم من السمسار broker – كما أن السمسار بدوره يقترض هذه الأموال من البنك بمعدل فائدة لتمويل تلك العمليات – لذلك يتم تحميل الزبائن بهذا المعدل بالإضافة إلى مقابل الخدمات التي يقدمها السمسار نتيجة عملية الإقراض. وعادة ما يكون سعر الفائدة أعلى بمعدل نقطة على معدل الفائدة لأذون الخزانة القصيرة الأجل.

ثانيا: تكلفة التعاملات: Cost of trading

يوجد عدة أنواع من النفقات المرتبطة بشراء وبيع الأوراق المالية ومن أهم هذه النفقات العمولة أو السمسرة Commissions وهي مرتبطة بكل عملية، والنوع الثاني هي الضرائب على الشراء والبيع للأوراق المالية (bid and ask price) وتسمى بالضرائب على صناع السوق The market makers، والنوع الثالث خاص بنفقات أو مصاريف التنازل ونقل ملكية الأوراق المالية – وتبدو واضحة في حالة الصفقات الكبيرة وتتمثل في:

1-العمولات Commissions .

2-الضرائب على أطراف التعامل.

ماذا يقصد بالسوق الثالث والرابع للأوراق المالية:

حدثت عدة تغيرات في أسواق الأوراق المالية نتيجة المنافسة داخل قطاع الأوراق المالية ونتيجة للضغوط الخارجية من جانب الحكومة ولجنة البورصة، حيث تم تصنيف السوق الثانوي للأوراق المالية إلى أربعة أنواع من الأسواق وفقاً لأطراف التعامل هي:

1-**السوق الأول:** First market ويتكون من السماسرة العاملين بالبورصات المنظمة.

2-**السوق الثاني:** Second market ويتمثل في السماسرة العاملين في الأسواق غير المنظمة والمنتشرين في المناطق المختلفة وبالبنوك.

3-**السوق الثالث:** The Third market بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد

دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، فهي بهـذا الشكل تعتبر منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة والعملاء لهذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق المعاشات Pension Funds وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

4-السوق الرابع: The Fourth market حيث يتم التعامل مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى والهدف منها اسـتبعاد شـركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالـة الصفقات الكبيرة، وعليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري، ويتم التعامـل فيما بينها من خلال شبكة اتصال إليكترونية وتسمى Instant حيث يمكن عن طيق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقاً لحجم التعامل.

الأسواق النقدية:

إن الأسواق النقدية هي أسواق مالية تتعامل بأدوات استثمارية قصيرة الأجل سهلة التحويل إلى سيولة والتي من أهمها:

أذونات الخزينة والقبولات المصرفية وودائع قابلة للتفاوض وأوراق تجارية ويورو دولار ...

وتتسم هذه الأسواق بخصائص عديدة، تميزها عن غيرها من الأسواق المالية والتي يمكن أن نذكر منها ما يأتي (Rose, 2000, p. 314) :

1. تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترات تسديدها ما بين يوم واحد في بعض الحالات وسنة واحدة بشكل عام.

2. تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية نسبياً وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود وهذا ما دفع الناس خطأ إلى إطلاق اسم الأسواق النقدية عليها.
3. نظراً لتعامل الأسواق النقدية بالأدوات قصيرة الأجل وارتفاع سيولتها فإنها مقارنة بأسواق رأسمال المال – التي تتعامل بالأدوات الاستثمارية طويلة الأجل – تعاني من مخاطر أقل الفشل.
4. إن غالبية الأسواق النقدية تتعامل بأدوات ذات قيم كبيرة وبالتالي فإنها في الواقع غالباً ما تكون أسواق جملة لمعاملات كبيرة تتجاوز في الولايات المتحدة مثلاً وفي حالات عديدة مليون دولار. وهذا بلا شك يجعل الاستثمار في هذه الأسواق مركزاً على المؤسسات الكبيرة بدلاً من الأشخاص الطبيعيين أو يجري التبادل من خلال توسط سماسرة brokersأو متاجرين dealers يتركز دورهم في جمع الزبائن في صالات خاصة بالتبادل في البنوك الكبيرة؛ وذلك لأن من الصعب على صغار المستثمرين أو المستثمرين الأفراد بشكل عام تملك هذه الأدوات مباشرة وعلى انفراد، وهذا بلا شك يقلل أيضاً من درجة المخاطرة.
5. إن غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمها المحددة باستثناء الودائع المصرفية.
6. تقوم الأسواق النقدية بممارسة الكثير من وظائف البنوك التجارية. وفضلاً عن ذلك تتميز هذه الأسواق بقدرتها على تجاوز التكاليف الفرصية للفوائد المصرفية، وبالتالي فإنها تستقطب الأموال الكبيرة الموجهة للاستثمار في فترات قصيرة.

ولما يتميز به كل من الأدوات المتداولة في الأسواق النقدية من خصوصيات استثمارية، سوف نعالج في هذا الفصل الأدوات التالية بشيء من التركيز:

- أولاً: أذونات الخزينة Treasure Bills .
- ثانياً: قبولات مصرفية Bank s Acceptances .
- ثالثاً: شهادات الإيداع القابلة للتداول Negotiable Certificate Deposits.
- رابعاً: أوراق تجارية Commercial Papers .
- خامساً: يورو دولار Euro dollar .
- سادساً: اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreement (Rops).

أولاً: أذونات الخزينة:

تقوم الخزينة المركزية بإصدار أذونات قابلة للتداول في الأسواق المالية، ولفترات قصيرة والتي تتراوح عادة بين ثلاثة أشهر واثني عشر شهراً على أساس الخصم مقابل عدم دفع فوائد على هذه الأذونات، فيكون العائد التعويضي (عن الفوائد) عبارة عن الفرق بين سعر الشراء للأذونات وسعرها الاسمي Face price (FP)، وهكذا فإن الفائدة المدفوعة على هذه الأدوات هي معدل الخصم Discount rate (DR) على سعر البيع.

إن أسلوب الخصم هذا يعد تحفيزاً للأفراد على الادخار حيث يمكن لهم الإفادة من بعض الفوائض المالية المتاحة وعدم تعطلها، خاصة وأن العوائد المتأتية من معدل الخصم تكون عالية نسبياً.

وفضلاً عن ذلك هناك مزايا أخرى لأذونات الخزينة والتي من أهمها:

1. وجود إعفاءات من ضرائب الدخل. وهنا كلما كانت هذه الضرائب مرتفعة ازداد توجه المستثمرين نحو هذه الضرائب.
2. تتسم أذونات الخزينة بفتراتها القصيرة وبضمانها الرسمي من قبل جهة حكومة مركزية، وبالتالي تكون هذه الأداة من أكثر أدوات الأسواق النقدية أماناً.
3. إن كثرة عدد المشترين والبائعين ولأذونات الخزينة المركزية تجعل أسواق هذه الأذونات عميقة **deep markets** وهذا ما يزيد التنافس السوقي الذي يمكن أن يضمن في النهاية لكافة الأطراف السعر العادل **fair price**.
4. تتميز أذونات الخزينة في الأسواق المالية بسرعة تداولها وانخفاض تكاليف هذا التداول وهذا ما يحقق للأداة المعنية سيولة عالية نسبياً.
5. إن إصدار أذونات الخزينة لحاملها قد جعلها مرنة في التعامل السوقي.

بصورة عامة، يجري التمييز بين نوعين رئيسيين من أذونات الخزينة وهما:

1. *سلاسل منظمة من الأذونات **regular series bills** تصدر أسبوعياً أو شهرياً مزادات تنافسية ولفترة ثلاثة أشهر (13 أسبوع) وستة أشهر (26 أسبوع) وسنة (52 أسبوع). وإن كل مجموعة جديدة لثلاثة أو ستة أشهر تباع أسبوعياً بالمزاد ولسنة تباع مرة في كل شهر.*
2. *سلاسل غير منظمة للأذونات **irregular series bills** تصدر عن الخزينة عند حاجتها إلى السيولة.*

وعلى أية حال، نمت أذونات الخزينة خلال العقدين السابع والثامن من القرن الماضي في الولايات المتحدة من (39.4) مليار دولار في العام 1960 إلى (780) مليار دولار في العام 1996. وكان من أهم العوامل التي أسهمت في هذا النمو هو عجز الميزانيات العامة وتوالي حالات الركود التي انعكست على الإيرادات الضريبية بالانخفاض، في وقت حدث فيه توسع سريع في برامج معينة للإنفاق مثل الدفاع خلال الحرب الباردة والإعانات لذوي الدخول المنخفضة بشكل عام.

ثانياً: قبولات مصرفية:

تعد القبولات المصرفية من أقدم الأدوات المعتمدة لتسهيل التبادل التجاري والتي بدأ استخدامها في أوروبا منذ القرن الثاني عشر، ولكنها لم تدخل أسواق الولايات المتحدة حتى العام 1913 ولم تصبح من الأدوات الرئيسة في الأسواق النقدية إلا في ستينات القرن الماضي، وذلك بعد التوسع الكبير الذي شهدته التجارة الدولية ودخول البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى كأهم الأطراف الاستثمارية المهتمة بأسواق القبولات المصرفية.

فبفضل هذه الأطراف لم تعد القبولات المعينة أدوات مالية قصيرة الأجل وحسب، بل وصارت كذلك موارد مالية للبنوك الكبيرة التي تمول التبادلات الدولية قصيرة الأجل. وإنما حفز أكثر على الاهتمام المتزايد بالوثائق المذكورة هو إعفاء حامليها الأجانب من الضرائب كما هو الحال في الولايات المتحدة حيث يحقق هؤلاء عوائد عالية نسبياً وأمينة وسريعة السيولة. وهذا ما زاد القيمة الكلية للقبولات المصرفية من حوالي (7) مليارات دولار في العام 1970 إلى حوالي (24) مليار دولار في بداية العام 1996.

وعلى أية حال تصدر القبولات المصرفية عن البنوك التجارية عادة مقابل خصم معين وذلك كوثائق دفع آجلة عند محاولة التجار في بلد ما استيراد سلع معينة من بلد آخر. فتكون هذه القبولات ضمانة على قيمة هذه السلع التي يقوم بتصديرها التجار الأجانب لحين تسليمها إلى المستوردين، وآنذاك تقوم البنوك التجارية في البلد المستورد بإرسال القبولات المذكورة إلى المصدرين، وذلك على وفق الشروط التي تم الاتفاق بشأنها فيما بين المستوردين في هذا البلد والمصدرين في البلد الآخر من جهة أخرى.

وتقوم الشركة المستوردة عادة بتغطية المبلغ المقرر كودائع لحسابها مما يدفع البنك المسؤول عن إصدار الوثيقة إلى إجراء الضمان المطلوب، وبذلك يصبح المصدر الأجنبي في مأمن من مخاطر فشل الشركة عند الدفاع وهو ما يتم ضمانه، حيث يستمر أمر البنك قابلاً للدفع ويمكن تداول هذا الأمر في الأسواق الثانوية مقابل خصم معين.

وبما أن القبولات المصرفية أداة نقدية قصيرة الأجل فإن فترة تسديدها تحددت غالباً ما بين (30) يوماً و (270) يوماً. ويمكن للمصدرين الأجانب الاحتفاظ بوثائق الضمان المصرفي هذه حتى يحين موعد استحقاقها ليستلموا قيمها كاملة وذلك بشكل خاص للبنوك التجارية. وهكذا فإن القبولات المعنية تحمل البنوك المذكورة المسؤولية النهائية لتسليم المدفوعات المطلوبة.

وهنا يجري التمييز بين حالتين من الدفع، وهما:

1. دفع البنك المبلغ المتفق عليه تماماً وحالاً وذلك حيث تعتبر التجارة المعنية صحيحة Sight draft .
2. دفع البنك المبلغ المشترط في وقت لاحق Time draft على التجهيز، فينتظر المصدر حتى يتم التصدير وتدفع الرسوم والضرائب. إن المهم

في هذه الحالة هو أن المستوردين يدفعون المبلغ المطلوب مسبقاً، وعند عدم دفع المستورد هذا المبلغ لا بد للبنك الملتزم أن يقبل الضمان وأن يدفع عنه ذلك.

ثالثاً: شهادات الإيداع القابلة للتداول Negotiable Certificates of Deposits (CDs):

وهي وثائق تصدرها المصارف التجارية تعطي بموجبها الحق للمستثمرين في تداولها وذلك لفترة محددة تتراوح غالباً ما بين شهر واحد وأربعة أشهر، وأحياناً تصل إلى أقل من اثني عشر شهراً بقليل.

وتؤكد هذه الوثائق إيداع مبلغ نقدي معين والذي حدد في الولايات المتحدة، مثلا ما بين (100) ألف دولار وأكثر من مليون دولار.

وفيما يخص معدل العوائد فإن شهادات الإيداع تحمل سعر فائدة قد يكون محدداً أو ثابتاً أو معوماً.

وتصدر الشهادات المعنية لصالح حاملها أو باسم مشتريها الأول. علماً بأن المعدل المدفوع قابل للمساومة بين المصدر والمشتري، وذلك حسب ظروف السوق النقدية وبالتالي فإن هذه الأداة تختلف عن غيرها من أدوات السوق المذكورة لأنها تحمل فائدة على المبالغ الأصلية. وحيث تقابل هذه الوثائق أموال مودعة لدى المصارف وتكون قابلة للتداول لفترة زمنية معينة، فإنها كثيراً ما تدفع المستثمرين إلى تفضيلها على حسابات التوفير التقليدية، وخاصة عندما يجد هؤلاء بأن الودائع القابلة للتداول تحقق عادة عوائد أكبر مما يمكن للحسابات المذكورة أن توفرها.

ويمكن تمييز نوعين رئيسين من شهادات الإيداع المصرفية، وهما:

أ- نوع عام: يجري بموجبه طرح الوثائق على الجمهور للاكتتاب العام فيتم تسجيل هذه الوثائق بأسماء مكتتبيها، ولكن عند التداول تقوم الجهات المصرفية المصدرة بتظهيرها حسب أسماء الأشخاص الذين يتداولونها وتوثق كافة التغييرات اللاحقة للاكتتاب في سجلات الجهات المعنية، علماً بأن شهادات الإيداع هذه تباع بقيم أدنى Trench CD .

ب- نوع خاص: وبموجبه يجري التعاقد مع مستثمرين محددين بالذات، ويمكن لشهادات الإيداع المعتمدة على وفق هذا النوع تداولها في الأسواق المالية المحلية، غير أن من الضروري أن يسترد المشتري الذي صدرت باسمه هذه الشهادات قيمها في نهاية فترة التسديد من البنك الذي قام بإصداره لأول مرة. وتباع هذه الوثائق عادة بقيم أعلى top CDs .

ومن الجدير بالذكر، أن شهادات الإيداع القابلة للتداول تصدر عادة عن البنوك أو المؤسسات المالية المعروفة في الدول المتقدمة، وتصدر بفئات كبيرة، وبالتالي غالباً ما ينحصر تداولها فيما بين المستثمرين الكبار من بين المؤسسات القادرة على شرائها. كما ولا تعتمد هذه الشهادات كضمانات للقروض التي تمنحها البنوك.

رابعاً: الأوراق التجارية:

تعتبر الأوراق التجارية ضمن الأوراق المالية قصيرة المالية قصيرة الأجل والتي تتراوح فترات استيفائها ما بين يوم واحد وتسعة أشهر، وهي غير مضمومة وتصدر بقيم كبيرة تبلغ مائة ألف أو حتى نصف مليون دولار، وبالتالي تقوم المؤسسات المعروفة بتصنيفاتها الائتمانية العالية (من بين البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق التقاعد ...الخ) بإصدارها. ومع ذلك بدأت وخلال السنوات الأخيرة شركات تتسم بمراتب ائتمانية أدنى بإصدار الأوراق

المذكورة، ولكن بضمان موجودات حقيقية وموازية، أو عن طريق خطابات ائتمانية مصرفية.

وبشكل عام تكون هذه الأداة قابلة للتداول في الأسواق المالية مقابل عوائد معينة، والتي هي عادة منخفضة مقارنة بأسعار الفائدة وخاصة أسعار الفائدة المتميزة prime interest rate المفروضة على قروض بعض البنوك المقدمة إلى أفضل زبائنها.

وعلى أية حال، تعود الأوراق التجارية كأداة استثمارية إلى بداية القرن التاسع عشر حيث كانت المؤسسات غير المالية مثل شركات التسليح والسكك الحديد والتبغ تتولى إصدارها. غير أن هذا الاتجاه قد تغير منذ بداية عشرينات القرن الماضي، عندما بدأت البنوك التجارية وثم شركات التأمين وصناديق التقاعد ودوائر الضمان الحكومية تقوم بإصدار هذه الأوراق أو شرائها لحسابها الخاص.

وجاء هذا التغيير بسبب تزايد اهتمام المستهلكين بالطلب على السلع المعمرة durable goods وخاصة السيارات فازدادت القروض الشخصية قصيرة الأجل لتمويل هذا الطلب واستتبع ذلك ظهور شركات متخصصة في تمويل المستهلكين مثل General Motors Acceptance Corporation (GMAC) وبناء على هذا الأساس تأتي غالبية المشتريات حاليا عن طريق المتاجرين الذين يشترون الأوراق من الشركات المصدرة، ثم يبيعونها حالاً بأسعار أعلى بقليل إلى المستثمرين. وقد شكلت هذه المشتريات خلال السنوات الأخيرة من القرن الماضي حوالي (60%) من مجموع مشتريات الأوراق التجارية في الولايات المتحدة الأمريكية.

ومما شجع على توسع أسواق الأوراق التجارية، هو تجاوز سعر الفائدة المفروض على قروض البنوك. وعليه يلاحظ بأن الإقبال على الأستثمار في الأوراق التجارية قد ازداد خلال الربع الأخير من القرن العشرين بحوالي (12%) فبلغ مجموع قيم الأوراق التجارية في الأسواق المالية الأمريكية (1,178.200) مليار دولار في العام 1990 بعد أن كان هذا المجموع (4.5) مليار في العام 1960.

وهذا ما أدى إلى ارتفاع المساهمة النسبية للأوراق التجارية في مجموع الأوراق المتداولة في الأسواق النقدية، من حوالي (20 %) في العام 1970 إلى أكثر من (30 %) في النصف الثاني من التسعينات. وقد جاء ذلك على حساب الدور النسبي لأذونات الخزينة المركزية والإيداعات المصرفية القابلة للتداول، حيث هبط هذا الدور بالنسبة لكل منها بحوالي 15%.

خامساً: يورو دولار Eurodollar :

يستخدم هذا المصطلح للدلالة على الودائع المصرفية بالدولار الأمريكي، والتي يتم إيداعها في بنوك غير أمريكية أو في فروع لبنوك أمريكية تقع خارج الولايات المتحدة، وذلك بدلاً من الاحتفاظ بالعملات المحلية حسب مواقع هذه البنوك أو الفروع.

لقد أسهمت عوامل عديدة في تعاظم دور الودائع المذكورة بعد الحرب العالمية الثانية في أسواق الصرف الأجنبي الأوروبية:

1. اعتماد الدولار حتى العام 1971 كعملة رئيسة لتحديد أسعار صرف العملات الخاصة بالدول الأعضاء في IMF حيث كانت هذه الأسعار ترتبط في تثبيتها بقابلية تحويل العملة الأمريكية إلى الذهب. وكان

لاستمرار هذا الارتباط لحوالي ربع قرن تأثير كبير على أذهان المعاملين، مما كرس دور الدولار في الأسواق الدولية.

2. اعتبار الدولار أساساً لحساب الكثير من المعاملات الدولية، وخاصة لتحديد أسعار بعض المواد (أو السلع) الأكثر أهمية في الاقتصاد العالمي مثل البترول الخام.

3. دور المساعدات الأمريكية وخلال مشروع مارشال في إعادة اعمار الدول الأوروبية المتضررة من الحرب العالمية الثانية، وقد قدمت غالبية هذه المساعدات بالدولار الأمريكي.

4. إدخال بنك إنجلترا في العام 1957 أدوات رقابة شديدة على استخدام غير المقيمين للجنيه الإسترليني، وهو ما أدى ببنوك المملكة المتحدة إلى البحث عن عملة دولية أخرى والتي من خلالها يمكن تمويل التجارة الدولية، وكان الدولار من أفضل هذه العملات آنذاك من حيث قابلية التحويل أولاً وثم الاستقرار والقبول.

5. اشتداد الأزمات الاقتصادية في كل من بريطانيا وفرنسا والتي أدت إلى هبوط قيمة الجنيه الإسترليني في العام 1969 بـ (14.6 %) وإلى هبوط قيمة الفرنك الفرنسي في العام 1969 بـ (15%).

6. فرض الحكومة الأمريكية في العام 1963 ضريبة تعادل الفائدة interest equalization tax على المقيمين (الأمريكيين) الذين يشترون أدوات أجنبية، وذلك بغرض تقليل التدفقات الخارجية لرأس المال من الولايات المتحدة والذي بدوره يحد من تدهور ميزان المدفوعات، وبما يضمن تحقيق ارتباط فاعل بين سوق الرأسمال الأمريكي والمقترضين غير الأمريكيين باستثناء من هم من رعايا كندا

واليابان والبلدان النامية. وقد تولد عن فرض هذه الضريبة مباشرة تزايد الاهتمام بيورو دولار.

7. التجاء البنوك الأمريكية منذ أواخر ستينات القرن الماضي إلى سوق اليورو دولار، وذلك عندما كان من الصعب الحصول على الأموال المطلوبة في الولايات المتحدة من خلال القنوات التقليدية. وقد أسهمت السقوف القانونية في الولايات المتحدة دوراً هاماً في هذا الشأن وحتى ألغيت هذه السقوف فيما بعد.

8. بحث المقترضين الأوروبيين عن سوق دولية لإصدار سنداتهم للمستثمرين. وقد بادرت بذلك سلطة الطرق الرئيسة autos tradeللحكومة الإيطالية في العام 1963م.

9. فرض الحكومة الأمريكية في العام 1965 ما عرف بقيود الاستثمار الأجنبي الطوعية Voluntary foreign investment restraintsوذلك لمتابعة الشركات الأمريكية العاملة في الاستثمارات الخارجية، ودفعها للاهتمام بتحسين حالة ميزان المدفوعات الأمريكي.

10. حساسية ودائع اليورو دولار الشديدة لتقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف، يمكن أن تسبب تدفقات كبيرة لهذه الودائع، وذلك كما حدث في ألمانيا في العام 1971 عندما أدت المضاربة إلى رفع سعر المارك مما دفع إلى تدفق داخلي لودائع بمليارات الدولارات خلال ساعات محدودة.

اعتماداً على الحقائق السابقة فإن القيمة الكلية المقدرة لليورو دولار قد ازدادت من حوالي مليار دولار في العام 1958 إلى أكثر من (100) مليار دولار في العام 1996.

ولا شك بأن نسبة الودائع باليورو دولار على مجموع العرض النقدي للدولار تمثل دوراً مباشراً في تحديد مضاعف الائتمان الخارجي الذي تحققه هذه الودائع.

سادساً: اتفاقيات إعادة الشراء:

وهي اتفاقيات تعقد على قروض قصيرة الأجل تقدم بضمانات حكومية، تتراوح فترات تسديدها عادة ما بين يوم واحد وأسبوعين.

وتستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين، وذلك عن طريق شراء أذونات الخزينة من أحد المصارف لفترة قصيرة جداً، على أن يوافق المصرف المعني على إعادة شراء هذه الأذونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر شراء الشركة المشترية لها. وبذلك يمكن للمصرف أن يتصرف بمبلغ القرض وتحتفظ الجهة الدائنة بأذونات الخزينة كضمان حتى يجري تسديد هذا المبلغ مع الإضافة المعتمدة.

وتستخدم اتفاقيات إعادة الشراء من قبل متاجرين كبار للأذونات الحكومية؛ وذلك لتمويل أعمالهم. وقد قدر حجم هذه الاتفاقيات أخيراً بحوالي ترليون دولار.

وعندما تقدم القروض بخصم أولي فإن المتاجر يبيع الأداة بـــالمبلغ المخصـــوم ليعاد شراؤه بعد يوم أو أكثر بقليل مثلاً بالقيمة الاسمية للأداة.

الفصل الرابع

أدوات وطرق الاستثمار في أسواق المال

الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال:

تعد الأوراق المالية "Securities" وبخاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال الفورية. وتمثل الورقة صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معاً. فحملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة مثلاً لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد عن عمليات المنشأة. كما أن لهم نصيب في أصولها وإن كان ليس من حقهم المطالبة به لا سيما بأن المنشأة ما تزال مستمرة "Going Concern". كذلك في لحملة السندات نصيب في الأرباح يتمثل في الفوائد المستحقة، ونصيب في الأصول يتمثل في الأصول المرهونة مقابل السندات المصدرة. أو في الأصول بصفة عامة. وذلك في حالة الإفلاس أو التصفية.

ويمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق. فيمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق تمثل ملكية وهي الأسهم العادية. وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات وما يماثلها. أما الأسهم الممتازة فتعتبره هجين "Hybrid Securities" من الأسهم العادية والسندات، وإن كانت تصنف ضمن الأوراق المالية التي تمثل ملكية كذلك يمكن تصنيف الأوراق المالية من حيث تاريخ الاستحقاق إلى أوراق مالية قصيرة الأجل. وأوراق مالية متوسطة الأجل، ثم أوراق مالية طويلة الأجل.

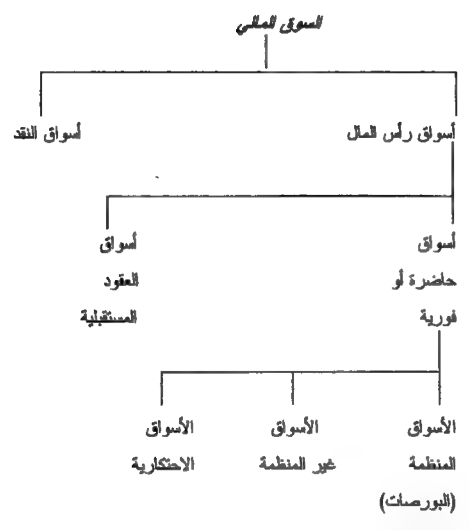
وثمة تصنيف ثالث للأوراق المالية، وذلك على أساس سوق المال "Financial Marker". الذي تتداول فيه تلك الأوراق. وفي هذا الصدد يشير شكل 1 – 1 إلى أن أسواق المال تنقسم إلى أسواق رأس المال، وأسواق النقد وبالنسبة لأسواق رأس المال"Capital Markets" فتنقسم بدورها إلى أسواق

حاضرة أو فورية وأسواق العقود المستقبلة. ويقصد بالأسواق الحاضرة "Spot or Cash Markets" تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل الأسهم والسندات) يتم تسليمها وتسلمها فور إتمام الصفقة. وتشتمل تلك الأسواق على أسواق رأس المال المنظمة "Organized Markets" أي البورصـــات، كما تشتمل على أسواق رأس المال غير المنظمـــة "Unorganized Capital Markets" التي تتداول فيها الأوراق الماليـــة مـــن خـــلال بيـــوت السمسرة. والمصاريف التجارية ... وما شابه ذلك هذا إلى جانب أسواق أخرى تتمثل أساساً في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدول المعنيـــة. اللـــذين يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة.

أما أسواق العقود المستقبلة. فهي أسواق تتعامل أيضـــاً فـــي الأســـهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، ويقصـــد بها في هذا الصدد أسواق الاختيار وأسواق العقود وأخيراً يقصد بأسواق النقـــد "Money Markets" الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والمصارف التجارية، وكذا من خلال وزارة الخزانة وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة.

شكل رقم (1)

مكونات أسواق المال



الأسهم Stocks:

إن الأسهم تشكل الرأسمال المكتتب (والمضاف) من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة. وبالتالي فإن كلاً من

الرأسمال المعلن والرأسمال الفعلي والرأسمال المساهم فيه، مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون.

أنواع الأسهم:

أولاً- الأسهم العادية:

يعرف السهم العادي على أنه: (وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة (وهي قيمة الوجه Par value)، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية (Primary Markets) ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغييرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة).

وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة إنها آخر ما يجري تسديدها. ولحامليها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية.

وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل: في المرحلة الأولى يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقة إلى رأسمال الشركة. وفي المرحلة الثانية يتم تداول هذه الأسهم كأي أداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب، وبالتالي فإن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأسمال الشركة، بل أنها مجرد عملية التداول بين البائعين والمشترين (والوسطاء ...) ونقل حقوق الملكية من شخص

إلى آخر. وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من الأسواق الأولية والأسواق الثانوية.

وفضلاً عن هذين المصدرين، من المتوقع لأي مساهم أن يضيف إلى محفظته الاستثمارية من خلال عملية الرسملة Capitalization والتي تقوم بها بعض الشركات لا لزيادة رؤوس أموالها؛ بل لزيادة عدد الأسهم المكتتبة وذلك عندما تكون أسعار الأسهم عالية جداً فتحس الشركات المعنية بأن أسهمها أصبحت أقل جذباً للمستثمرين. ونتيجة لهذه الرسملة تنخفض أسعار الأسهم الموزعة، وبالتالي تكون الأسهم أكثر جاذبية، لأن المستثمر يشعر بأنه يمتلك عدداً أكبر منها.

يمثل السهم العادي "Common Stock" مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية. وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس. أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية – التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكن تتضمن الاحتياطات والأرباح المحتجزة – مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. وأخيراً، تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.

ويدرك المتعاملون في سوق المال أن القيمة الاسمية لا تمثل التقييم الحقيقي للسهم ولا القيمة الدفترية أيضاً، وأن القيمة الحقيقية للسهم العادي – والذي سيتم التعامل على أساسها في السوق – تتوقف على العائد الذي يتوقع توليده نتيجة لامتلاكه، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر. وفي حالة إصدار السهم لأول مرة. لا يوجد ما

يضمن بيعه بقيمته الاسمية بل قد تضطر المنشأة المصدرة له أن تبيعه بقيمة أقل وذلك من خلال تقديم خصم على قيمته الاسمية.

وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم "Stock Splits" الذي يعطي الحق للمستثمر في الحصول على جزء من سهم أو سهم كامل – وربما أكثر – وذلك عن كل سهم يملكه. وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة. ولما كان اشتقاق الأسهم لا يترك أي أثر على القوة الإيرادية للمنشأة. فإن من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض ربحية السهم الواحد وانخفاض قيمته السوقية بالتبعية وتتفق سياسة اشتقاق الأسهم مع سياسة التوزيعات في صورة أسهم – التي ستعرض لها فيما بعد – في أن كلاهما يهدف إلى زيادة الطلب على أسهم المنشأة من خلال إحداث تخفيض في القيمة السوقية للسهم. هذا ويكون التعامل في الأسهم في سوق رأس المال بكسر اعتيادي ففي بورصة نيويورك تبلغ قيمة الكسر الاعتيادي 8/1 دولار بمعنى أن التغير في سعر السهم يكون في إطار ذلك الكسر.

ويرتبط عدد الأسهم التي يملكها المستثمر بقدرته على التأثير في قرارات المنشأة. من خلاله حقه في التصويت على تلك القرارات. ومع هذا فإن عدداً كبيراً من حملة الأسهم العادية لا يمارسون هذا الحق بشكل فاعل. ربما لضآلة عدد الأسهم التي يمتلكها كل منهم، أو لأن محفظة أوراقه المالية على درجة عالية من التنويع الأمر الذي يقلل من المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة جراء سوء إدارة إحدى المنشآت التي يمتلك جزءاً من أسهمها العادية. وما يجري عليه العمل في شأن التصويت هو توقيع حامل السهم على إذن

يفوض فيه "Proxy" أحد أعضاء مجلس الإدارة بالتصويت نيابة عنه. ومثل هذا الإجراء من شأنه أن يفقد المستثمر تأثيره المباشر على تسيير دقة المنشأة.

ومن وجهة نظر المنشأة تمثل الأسهم العادية مصدراً دائماً للتمويل إذ لا يجوز استرداد قيمتها من المنشأة، كما أن المنشأة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات حتى في السنوات التي تتحقق فيها أرباح. هذا إلى جانب إن إصدار المزيد من الأسهم العادية من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال ويزيد بالتالي من حجم الطاقة الافتراضية للمنشأة. أي يزيد من قدرتها على الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضي الحاجة. مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.

أنواع الأسهم العادية:

تتأثر أسعار الأسهم بعوامل عديدة والتي من أهمها: سمعة الشركة المصدرة في تحقيق الأرباح وفي توزيع حصص المساهمين من هذه الأرباح، وكذلك ظروف الأسواق المالية في البلد المعني والعلاقات الهيكلية لاقتصاد ذلك البلد. هذا بالإضافة على مجموعة من التأثيرات المتولدة عن العلاقات الدولية وانعكاساتها المحلية. ومن هذه العوامل يمكن أن نستمد الأنواع الآتية من الأسهم العادية:

1- الأسهم المرتبطة (أو المتأثرة) بسمعة الشركة:

عند تداول الأسهم العادية في الأسواق الثانوية، فإن المستثمرين يفضلون الأسهم الخاصة بالشركات التي تحقق أرباحاً عالية نسبياً وتقوم بتوزيع هذه الأرباح بشكل منتظم وهي تمثل عادة نسباً مرتفعة من مجموع الأرباح القابلة للتصرف للشركة أو الشركات المعنية. وبالمقابل فإن المستثمرين يبتعدون غالباً عن أسهم الشركات التي تؤكد تواريخها السابقة، وخاصة في فترة قريبة من

القرار الاستثماري بأنها تعاني من انخفاض الأرباح الصافية وكذلك من انخفاض أو عدم انتظام حصص المساهمين من هذه الأرباح. غير أن مسألة القرار الاستثماري هنا تخضع لقيد مهم والذي هو سعر السهم في السوق، فإذا كانت أسعار أسهم الشركات ذات السمعة العالية مرتفعة جداً مقارنة بأسعار أسهم الشركات ذات السمعة المتدنية فإن الاختيار قد لا يأتي
بالضرورة آنذاك على الأسهم الأولى وذلك عندما يسود التوقع المبني على التحليل الاستثماري بأن أسعار هذه الأسهم ستهبط بعكس أسعار الأسهم الخاصة بالشركات ذات السمعة المتدنية وبالتالي فإن تحليل المستثمر للأسواق المالية قد يخرج بالركود العام أو بالتحول في الطلب ...

2- الأسهم المتنامية والأسهم المتباطئة:

عندما يقيم سهم بأقل من قيمته الطبيعية فمن المتوقع أن يحقق هذا السهم عوائد متنامية متفوقة على الأسهم الأخرى ذات المخاطر المماثلة.

ويطلق على هذا السهم الورقة الرابحة **Blue Chip** والذي استمدته **Wall Street Joumal** من أوراق البوكر في العام **1904** لوصف الأسهم الخاصة بالشركات الكبيرة والأكثر ربحية، ثم صار يذكر لتمييز أي سهم يتسم بالنمو التراكمي وبمعدلات متزايدة.

ومن خلال مقارنة الأسهم المتنامية والأسهم المتباطئة خلال فترة كافية من الزمن يمكن للمستثمر انتقاء أكثر الفرص الاستثمارية ربحية. غير أن من الضروري التنبيه إلى أن اختلاف اتجاهات التغير فيما بين الأسهم قد لا يستمر عند مجموعة محددة من الشركات؛ وذلك لأنه بمرور الزمن تدخل شركات بزخم أكبر، وتخرج أخرى عند تباطؤ نموها أو تعثرها بمشكلات إدارية أو اختناقات اقتصادية أو تكنيكية ... وفي نفس الوقت قد تجد أسهماً متنامية القيمة

صادرة عن شركة لا تتسم بالنمو؛ فبالعكس قد تلاحظ أسهماً متباطئة صادرة عن شركة متنامية.

إن غالبية الأسواق الدولية تعتمد في مؤشراتها على أسعار أسهم عدد محدود من الشركات. وهذا قد يجعل اتجاهات التغيير في التزايد أو التناقص في الأسعار السائدة في الأسواق المالية ترتبط في الواقع بتغييرات أسعار أسهم الشركات المعنية.

3- الأسهم ذات التقلبات الدورية:

تمخض الانفتاح المتزايد على الاقتصاد العالمي وزيادة الاندماج بالاقتصادات الصناعية السوقية المتقدمة إلى ربط أسواق الأسهم في مختلف بلدان العالم وخاصة النامية بالتقلبات الدورية التي تمر بها الأسواق الرأسمالية، وقد حلل J. M. Keynes هذه التقلبات في العام 1936. وبين كيف أن الكساد يحمل ركوداً عاماً في أسعار السلع والموارد بما في ذلك أسعار الأسهم؛ وذلك حتى تظهر عوامل الانتعاش فتنتقل الأسواق المعنية إلى الرفاهية لتشهد هذه الأسواق ارتفاعاً في كافة الأسعار أيضاً. وهكذا تتنقل اقتصادات العالم في دورات متتالية بين حالات الانخفاض وحالات الارتفاع بمعدلات متباينة. وقد تبين خلال الأزمة السائدة في الأعوام 2001 و 2002 و 2003 أن تدهور ربحية الشركات وثم انخفاض أسعار أسهمها قد دفع المساهمين إلى التحول إلى أسواق الذهب بدلاً من أسواق الأسهم.

4- الأسهم المحايدة وأسهم المضاربة:

فيما يخص الأسهم المحايدة فإنها لا تتأثر كثيراً بتقلبات السوق المالية وذلك لأسباب عديدة: أهمها تحوط الشركات المصدرة وإعدادها المسبق

لمواجهة الأزمات الدورية والتقلبات الأخرى والتزاماتها باستراتيجية الدفاع وتجنب حالات الاندفاع غير المدروس وراء العوائد المتزايدة ... هذا فضلاً عن كون بعض النشاطات الاقتصادية تتميز باستقرار معدلات نموها وبالتالي فإن أسهمها لا تخضع – بسبب طبيعتها الإنتاجية والتبادلية – لتقلبات شديدة.

أما بالنسبة لأسهم المضاربة فإنها بعكس الأسهم العادية تخضع من حيث الطلب والسعر لتقلبات شديدة؛ وذلك بسبب القرارات السريعة للمضاربين بحثاً عن الأرباح السريعة وفي الفترات القصيرة.

كلما اشتد دور المضاربين في السوق المالية واتسع نطاق السيولة وازدادت الصفقات السريعة تحولت الأسهم أكثر فأكثر نحو أسهم المضاربة.

5- أسهم شبكات المعلومات الدولية Intermit Stocks :

إن شبكات المعلومات الدولية التي بدأت بنشاطاتها الفعلية في بداية التسعينات، ازدادت أهميتها حتى أصبحت في السنوات الأخيرة من أهم قنوات تداول الأدوات الاستثمارية، فخلال السنوات الأخيرة من القرن العشرين لم تعد أية مجموعة من الأسهم أكثر حركة من أسهم الشبكات المذكورة فمثلاً إن أسهم Spy lass و Netscape و Yahoo قد ارتفع على الأقل إلى الضعف خلال عامين فقط، وقد تجاوزت القيمة السوقية لهذه الأسهم بعد اليوم الأول من التجارة ملياري دولار أمريكي.

اتجاهات جديدة بشأن الأسهم العادية:

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية – التي سبقت الإشارة إليها في الصفحات السابقة – ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعاً جديدة في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية. والأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة، والأسهم العادية المضمونة القيمة.

1) الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل. غير أن شركة جنرال موتورز خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية. فإلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها الفئة "إي" "E Class" وربطت فيها التوزيعات – التي يحصل عليها حاملها – بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها الفئة "إتش" "H Class". وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات. وعلى الرغم من أن المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم، إلا أنه خلق نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين على النحو الذي سيشار إليه عند تناول الأسهم العادية المضمونة القيمة.

2) الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعد من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة. وفي الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمنشآت التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها، في ظل خطة معنية لمشاركتهم في ملكية

المنشـــأة "Employee Stock Ownership Plan (ESOP)" بخصـــم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

ليس هذا فقط بل لقد نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين – المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم – من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها، وقد يكون من الملائم في هذا الصدد كشف اللثام عن كيفية تمويل شراء تلك الأسهم لعله يفيـد عند التفكير في خطة لمشاركة العاملين في ملكية شركات القطاع العام في دول العالم العربي.

3) الأسهم العادية المضمونة:

الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرته، وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية. غير أنه في عـــام 1984 ظهرت – لأول مرة – في الولايات المتحدة الأمريكية أســهم عاديـــة تعطـــي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض، إذا ما انخفضت القيمـــة الســـوقية للسهم إلى حـــد معين خلال فتـــرة محـــدودة عقـــب الإصـــدار "Putt Able Common Stocks"، أما إذا لم يصل انخفاض القيمة إلى الحد المعين. أو إذا تجاوز الانخفاض الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها. فـــلا يكـــون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض. وعادة ما يحصل المستثمر على عدد من الصكوك يطلق عليها حقوق "Rights" التعويض وذلـــك مقابـــل الأســـهم المشتراة. ويطلق على الأسهم والحقوق المهزرة بالوحدات "Units" كما يطلق على المستثمر فيها حامل الوحدة "Unit Holder". هذا ويمكن أن يباع السهم والحق منفصلين عن بعضها. وذلك خلال الفترة المحددة للمطالبة بالتعويض.

ولعل القارئ قد توصل إلى استنتاج جوهري بشأن هذا النوع من الأسهم. وهو أن المستثمر يمكنه – خلال فترة التعويض – تحقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في قيمتها السوقية. أما مخاطر التعرض لخسائر رأسمالية فإنها تحدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للمطالبة بالتعويض، وحينئذ لن تتجاوز الخسائر قيمة الفرق بين سعر شراء السهم وبين الحد الأدنى للقيمة السوقية الذي تضمنه المنشأة. أما إذا تجاوز انخفاض القيمة الحد المشار إليه. فلن يتعرض المستثمر لأي خسارة إذ يمكنه حينئذ المطالبة بالتعويض. باختصار لا يوجد حد أقصى للمكاسب التي يحققها المستثمر في حالة ارتفاع القيمة السوقية للسهم، أما الخسائر في حالة انخفاض القيمة السوقية فمحدودة على النحو المشار إليه. وهذه المزايا تشبه إلى حد كبير مزايا السندات التي يمكن تحويلها إلى الثاني. كما تشبه إلى حد كبير مزايا السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم.

ولكن كيف يتم تعويض المستثمر عن الانخفاض في القيمة السوقية للسهم؟ الأصل أن يكون التعويض من خلال إصدار أسهم عادية إضافية يتم توزيعها على المستثمرين. وبالطبع يتوقف نصيب كل مستثمر على عدد الأسهم التي سبق أن اشتراها. كما يتوقف على مقدار الانخفاض في القيمة السوقية للسهم. وكما يبدو فإن التعويض بإصدار أسهم عادية يحمل في طياته زيادة في ثروة المالكين الجدد على حساب المالكين القدامى. فانخفاض القيمة السوقية للسهم هو انخفاض له سمة العمومية يصيب كلاً من المالكين القدامى والمالكين الجدد، في حين أن المالكين الجدد هم وحدهم الذين يحصلون على أسهم إضافية مجانية على سبيل التعويض. الأمر الذي يعني زيادة حصتهم في ملكية المنشأة. وإذا ما كان الانخفاض في القيمة السوقية للسهم كبيرة. فإن إصدار قدر كبير

من الأسهم الإضافية لتعويض المالكين الجدد من شأنه أن يؤدي إلى مزيد من الانخفاض في القيمة السوقية للسهم. وهو ما يؤدي بالتبعية إلى تضاؤل نسبي في نصيب المالكين القدامى في ممتلكات المنشأة.

يضاف إلى ذلك أن هناك حداً أقصى لعدد الأسهم المصرح للمنشأة بإصدارها وذلك على النحو المنصوص عليه في عقد التأسيس.
وعليه فإن الانخفاض الكبير في القيمة السوقية للسهم قد لا يمكن تعويضه بإصدار أسهم جديدة، وذلك إذا ما كان من شأن الإصدار الجديد أن يؤدي إلى تجاوز الحد الأقصى لعدد الأسهم المصرح بإصدارها، وحينئذ تكون تصفية المنشأة (وهي حالة مشابهة للإفلاس) هي أحد الحلول المحتملة أما الحل البديل فهو استمرار المنشأة مع انتقال ملكيتها إلى المالكين الجدد.

أما النص على إمكانية التعويض بإصدار أسهم ممتازة. فمن شأنه أن يجنب المنشأة التعرض لمخاطر التصفية، وهو ما يعني انخفاض حجم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها مشتري السهم. وغني عن البيان أن انخفاض المخاطر تعني إمكانية بيع السهم بسعر مرتفع. مما يعني زيادة حصيلة بيع الإصدار وانخفاض تكلفة الأموال بالتبعية. ومع هذا فإن للتعويض بالأسهم الممتازة بعض المشكلات.

فالأسهم الممتازة المصدرة في مثل هذه الظروف لها بعض السمات الخاصة. فضلاً عن أن لحملتها الأولوية على حملة الأسهم العادية في حالة الإفلاس وأن القيمة الاسمية للسهم لا بد وأن تساوي القيمة الاسمية للسهم العادي. وإن لحامل تلك الأسهم الحق في توزيعات تعادل تماماً ما يحصل عليه حامل السهم العادي. كما أن له الحق في التصويت في الجمعية العمومية. ومعنى هذا أن السيطرة على مقدرات المنشأة تتحول آلياً من المالكين القدامى

إلى المالكين الجدد. إذا ما بلغ ما يمتلكونه من أسهم عادية وأسهم ممتازة لها حق التصويت. عدداً يفوق ما يمتلكه المالكون القدامى.

ثانياً- الأسهم الممتازة Preferred Stocks:

يمثل السهم الممتاز "Preferred Stock" مستند ملكية (وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي) له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية. شأنه في ذلك شأن السهم العادي. غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق. وذلك على نحو مشابه لما سيشار إليه عند تناول السندات. ولحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، كما أن له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم. وإذا لم تتحقق أرباح في سنة مالية ما أو تحققت أرباح ولكن الإدارة قررت عدم توزيعها. حينئذ لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة. ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم عن سنوات سابقة "Cumulative Stock" . ومع هذا فقد تنص بعض عقود التأسيس على غير ذلك أي تنص على أن الحق في التوزيعات يكون فقط عن السنوات التي تحققت فيها أرباح "Non – Cumulative Stock".

الأسهم الممتازة هي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية.

وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في أنها تمثل شكلاً للملكية في الشركة، ويتلقى أصحابها حصصهم من العوائد بدلاً من أن تضاف إلى التكاليف كالسندات. وفي المقابل تلتقي الأسهم الممتازة مع السندات في خصائص معينة.

على أية حال تتميز الأسهم الممتازة بالخصائص الآتية:

1. يحدد العائد بنسبة معينة (ثابتة) من قيمة الأداة ومن الأرباح المتحققة. فمثلاً حددت هذه النسبة في الهند رسمياً بـ(14%) وذلك بعد طرح الضرائب والالتزامات القانونية الأخرى. وأحياناً تكون لأصحاب هذه الأسهم نسبة ثابتة من الأرباح بالإضافة إلى مشاركتهم في الحصص الموزعة.
2. لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية عند تخصيص عوائد الشركة للتوزيع، غير أن العوائد التي يتلقاها هؤلاء ترتبط بالأرباح القابلة للتصرف ... فيحصل هؤلاء على سعر الإصدار زائداً الحصص المتراكمة من العوائد وذلك بعد استلام الدائنين ولكن قبل مالكي الأسهم العادية.
3. هناك فترات محددة للاحتفاظ بالأسهم الممتازة وذلك بعكس الأسهم العادية التي تستمر حقوقها حتى نهاية (تصفية) الشركة.
4. تضمن الشركة حقوق أصحاب الأسهم الممتازة بموجوداتها الاستثمارية، علماً بأن هذه الضمانة المادية لا يجري توفيرها لأصحاب الأسهم العادية. وهكذا فإن الأسهم الممتازة أقل ضماناً من السندات وأكثر ضماناً من الأسهم العادية.

5. لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشيح لعضوية مجلس الإدارة أو المشاركة في المجلس العمومي أو التدخل في القرارات أو الشؤون الإدارية المختلفة.

6. إن هناك مجموعة من الحقوق والالتزامات الأخرى والتي تتميز بها الأسهم الممتازة بشكل خاص، أهمها:

- حق تراكم Cumulative Provision العوائد وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها بعد عدة سنوات ضمن الفترة المحددة لهذه الأسهم وإن هذا الحق كثيراً ما يحرم منه أصحاب الأسهم العادية.
- حق تحويل Convertibility الأسهم الممتازة إلى الأسهم العادية، وذلك عندما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبياً مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها. وقد يجري هذا التحويل بنسبة محددة مسبقاً مثلاً حصتين للأسهم العادية مقابل حصة واحدة من الأسهم الممتازة.
- إن هناك التزاماً هاماً تجاه الشركة والذي هو قابلية الاستدعاء redeemable وقد يكون ذلك وفق شروط معينة مثلاً بعد فترة محددة من تاريخ الإصدار، وبعوائد يتخذ القرار بشأنها آنذاك.

اتجاهات جديدة في شأن الأسهم الممتازة:

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك الأسهم التقليدية، وهناك الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت. وحيث أنه قد تم مناقشة النوع الأخير عند مناقشة الأسهم العادية المضمونة فسوف نقتصر هنا على تناول الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة.

الأصل أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم. وفي عام 1982 ظهر في الولايات المتحدة ولأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من سندات الخزانة "Treasury Bonds" على أن يجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة شهور بناء على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات "Adjustable Rate (ARPS) Preferred Stocks". وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم. عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الاسمية للسهم، وإن كان يشترط أيضاً أن لا تزيد النسبة عن 15.5% من تلك القيمة.

أنواع عوائد الأسهم وأبعادها التحليلية:

اعتماداً على متابعة أنماط الأسعار الجارية والسابقة للأسهم يركز المختصون على الأبعاد التحليلية الآتية:

- التحليل الأساسي The fundamental analysis.
- التحليل التكنيكي The technical analysis.
- التحليل السيكولوجي The Psychological analysis.

أ- التحليل الأساسي:

يتناول هذا التحليل القيمة الطبيعية المتسمة بالكفاءة الاقتصادية للسهم في الأمد البعيد وذلك بناء على مبدأ B. Graham و D. Dodd في كتابهما Security Analysis, McGraw – Hill, New York, 1934 والذي يقوم على فرضية مؤكدة بالحقائق تبين أن الأسهم لاستثمارات رأسمالية بعيدة المدى ضمن محافظ تتميز بالحذر الشديد.

ويعتمد هذا التحليل للنظرات الكلية macro والبينية mesa والجزئية micro وذلك من خلال التدرج من تحليل الاقتصاد السوقي الكلي (أو الإجمالي)، وعبر تحليل المجموعة الصناعية (القطاعية) وحتى تحليل واقع الشركة المعنية باستثمار أسهمها.

وبغرض الوصول إلى قيم أساسية للأسهم لا بد من وضع التنبؤات الخاصة بالتدفقات المستقبلية للعوائد والحصص الموزعة والمبيعات والتكاليف والمستلزمات.

يرتكز التحليل الأساسي على ثلاث وسائل هي:

- تحليل الاقتصاد.
- تحليل الصناعات.
- تحليل الشركات.

يهدف التحليل الاقتصادي لأي بلد لتحديد النمو المتوقع لاقتصاده، وللتعرف على عوامل اقتصادية مهمة نذكر منها الناتج القومي، مستوى البطالة والدخل، مستوى التضخم، والذي يؤثر مباشرة على مستوى الفائدة.

إن تحليل الصناعات المختلفة يهدف للتعرف على مستقبلها في ظل التطورات الاقتصادية في البلد المعني. فمن المعروف أن هذه الصناعات لا تستفيد بدرجة متساوية من أي ازدهار اقتصادي، كما لا تتأثر بنفس القوة بأي ركود يصيب الاقتصاد.

ب- التحليل التكنيكي:

يعتمد هذا التحليل في تقدير التنبؤات الخاصة بالأسعار المستقبلية للأسهم على السلاسل الزمنية للأسعار السابقة. وهو ما يكون من خلال تبني عدد من

المؤشرات indicators التي تعكس للتغييرات التي قد تحدث في تقييمات المستثمرين وميولهم تجاه عوامل (اقتصادية وسياسية وسيكولوجية) مستقبلية مختلفة.

ومن أهم المؤشرات التي يعالجها التحليل التكنيكي هي ما يأتي:

1. التفسير البياني للتغييرات التي تحدث بالأسواق المالية ما بين عرض الأسهم والطلب عليها، وثم التفسير الكمي لدرجة حساسية المستثمرين تجاه هذه التغييرات.
2. اعتماد الاتجاه العام لأسعار الأسهم خلال فترة معينة كافية لاشتقاق هذا الاتجاه. ويستمد هذا الاتجاه من الحركات الأولية التي تحدد الاتجاهات الرئيسية في الصعود أو الهبوط وكذلك من الحركات الصغيرة ذات الاتجاهات السريعة.
3. بيان خطوط الانتقال travel lines ما بين القيم الأعلى والأدنى مع تمييز واتجاهات هذه الخطوط؛ من حيث التعارض أو التوافق وذلك لكشف عن مدى الاستقرار في السوق.

تحاول وسائل التحليل التكنيكي، والتي يزيد عددها علـــى الأربعــين، والمطبقة على أسواق الأسهم ككل، أو على أسعار الأســـهم الإفراديـــة التنبــؤ بالتغيرات التي ستطرأ على مؤشرات الأسهم في الأســـواق، أو علـــى أســـعار الأسهم الإفرادية في المستقبل، عن طريق دراســـة ســلوك هـــذه المؤشـــرات والأسعار في الماضي، ومتابعة ظروف العرض والطلب على الأسهم في هـــذه الأسواق، وأحجام VOLUMES التعاملات فيها. ويستخدم المحللون الفنيـــون بيانات عن قيم مؤشرات الأسهم في الماضي فـــي الأســـواق التـــي يتابعونهـــا للاستدلال منها على اتجاه TREND تحرك هذه الأسواق في المستقبل صعوداً

أو هبوطاً واستنتاج أي انحراف DIVERGENCE عن هذا الاتجـاه. أمـا بالنسبة إلى الأسهم الإفرادية فهم يجمعون أيضاً بيانات عن أسعار هذه الأسهم، وأحجام التعامل بها في الماضي، لاستخدامها للتنبؤ باتجاه تحرك هذه الأسـعار في المستقبل.

ملاحظة:

يعتقد المحللون الفنيون أن أسعار الغد تتأثر إلى حد كبير بأسعار اليوم والأمس.

ج- التحليل السيكولوجي:

إن الاستثمارات بطبيعتها – كما أكد J. M. Keynes – ترتبط بالحالة السيكولوجية للمستثمرين، وبالتالي فإن توقعاتهم الخاصة بالكفاءة الحدية لرأس المال وعلاقتها بتكاليف الاستثمار ترتبط بهذه الحالة.

وعليه يعتمد التحليل السيكولوجي على فرضية أساسية والتي مفادها: (أن أسعار الأسهم تقاد بالعواطف الإنسانية أكثر من الأسباب الموضوعية. فمثلاً إن الشعور بالتفاؤل الشديد قد يدفع المستثمرين إلى امتصاص كامل العرض السوقي، وبالتالي ترتفع الأسعار إلى مستويات عالية جداً وبالعكس إن الشعور بالإحباط قد يغلق السوق على عرضها فتهبط الأسعار إلى مستويات متدنية جداً.

وهنا عندما تكون القيم السيكولوجية أكبر من القيم الطبيعية للأسهم فإن التحليل السيكولوجي يرى بأنه يبدو أكثر مربحاً للمستثمر أن يتجه نحو تصفية السوق ويحدث العكس تماماً عندما تتجاوز القيم الطبيعية القيم السيكولوجية فتتراكم موجات التشاؤم. مما يدفع إلى الابتعاد عن الأسواق المالية وطلب الأسهم فيها. و قد ظهر هذا الاتجاه بشكل واضح خلال أشهر النصف الأول من

العام 2002 عندما تدهورت أوضاع بعض الشركات العملاقة وأسعار أسهمها، كما وهبطت أسعار صرف الدولار مما أسهم في تحول طلب المستثمرين نحو الذهب وذلك طلباً للأمان والحفاظ على القوة الشرائية لأموالهم.

السندات Bonds:

تعد السندات من أدوات سوق رأس المال. وهي تتميز عن غيرها من أدوات الأسواق المالية بخصائص مختلفة، وتضم أنواعاً (أو مجموعات) عديدة تتباين في مصادرها وفتراتها وتأثيراتها، وتخضع عوائدها لمقاييس أو لمعايير متعددة، وتفسر تغييراتها بمعالجات تحليلية متفاوتة.

أولاً: مفهوم السند وخصائصه الرئيسة:

السند: التزام مالي تعاقدي مكتوب يتعهد بموجبه المقترض borrower (المصدر للسند) تقديم مدفوعات إلى المقرض lender (المحتفظ بالسند) والتي هي (فائدة interest أو coupon) تدفع خلال عدد محدود من السنوات (وحتى تسديد القرض في وقت مستقبلي maturity–term – to)، بالإضافة إلى (أصل المبلغ The Principal أو القيمة الاسمية Par (value) . فيكون مدفوع الكوبون على أصل المبلغ 1000 دينار عند سعر الفائدة 5% مساوياً لـــ(50) ديناراً.

وهكذا فإن الفائدة عبارة عن التزام مالي إضافي يتحمله الأشخاص (أو وحدات تنفق على العجز (DSU) أو Deficit Spending Units) والذي يقابل مطلب مالي لأشخاص (أو لوحدات تنفق على الفائض (SSU) أو Surplus Spending Units) كمكافأة على تأجيل استهلاكها. وبذلك تساوي الالتزامات المالية الكلية مع الموجودات المالية الكلية في الاقتصاد المعني.

وتتميز السندات بخصائص متعددة، أهمها:

1. أن السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر والمستثمر، تحدد فيها العوائد الدورية وحتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة. وذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية ومهما كانت ربحية الجهات المصدرة وظروفها المالية.
2. تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.
3. تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمها الاسمية Par value وهما: قيم أدنى عند بيعها بخصم discount، وقيم أعلى عند بيعها مع علاوة premium.
4. تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخصمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد. وهنا فإن المعدلات الأعلى للخصم تعطي قيماً حالية أدنى للسندات.
5. كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى فإن السندات تحمل مخاطر أكبر. إن الفترة الأطول للتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغييرات سعر الفائدة. علماً بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص.
6. إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.

7. إن جزءاً كبيراً من السندات – وليس كلها – يتسم بالخصائص التالية والتي تقترب من خصائص الأسهم الممتازة:

- قابلية الاستدعاء redeemable والتي بموجبها يمكن للجهة المصدرة للسندات المعنية أن تشترط إمكانية قيامها باستعادة هذه السندات وإطفائها وفق الشروط المتفق عليها، وذلك إما في أي وقت ستحدده مستقبلاً أو سينبه إلى ذلك قبل فترة معنية مثل شهر واحد. وفي أي حالة كانت حالة التسديد الفوري لقيمة السند ودون إعلام مسبق أو حالة التسديد المؤجل بعد فترة محددة من الإعلام فإن خسارة مالية سترتب على قرار الاستدعاء هذا، حيث سيحرم المحتفظ بالسند من أي تغيير إيجابي قد يحدث في قيمته وخاصة عند انخفاض سعر الفائدة.
- قابلية التحويل إلى أسهم عادية Convertibility والتي تسمح لحاملي السندات بالإفادة من فروقات العوائد والامتيازات التي يمكن أن يحصلوا عليها من عملية التحويل هذه. ولا شك بأن ذلك قد يعود ببعض الفوائد على الجهات المصدرة أيضاً، حيث أن قابلية تحويل السندات إلى الأسهم تحفز المستثمرين على شرائها مما يزيد من حجم الطلب عليها ومن جهة أخرى أن عملية التحويل ستقلل من مدفوعات الفوائد المستحقة لحاملي السندات المعنية وخاصة عندما تزداد قيم هذه السندات.
- قابلية التسديد الجزائي (السنوي). وهنا تتعهد الجهات المصدرة للسندات – وذلك تحفيزاً للمشترين – باستعدادها لتسديد جزء من قيم السندات المعنية سنوياً وقبل الموعد النهائي لإطفاء القيم الكلية. ولا شك بأن هذه

القابلية تمثل ضمانة للمستثمرين فتعمق ثقتهم بالأداة المذكورة غير أن في ذلك جانباً سلبياً أيضاً لأن التسديد الجزئي يحمل خصماً على الفوائد المستحقة. أي تكون العوائد التي سيتلقاها المستثمرون فعلاً أقل من العوائد التي تتضمنها القيمة الكلية في نهاية الفترة.

وفيما يخص فترة تداول السندات (duration) يلاحظ وجود الخصائص التالية:

- ✓ إن السندات التي هي ذات معدلات أعلى للكوبون تكون فترة استمرارية التداول أقصر من السندات ذات الكوبونات الأقل ولنفس فترة السداد المعتمدة. وذلك لان السندات الأولى تحقق تدفقاً كلياً أكثر وبشكل مبكر من خلال مدفوعات أعلى للكوبون.
- ✓ توجد علاقة موجبة بين فترة السداد وفترة تداول السندات.
- ✓ كلما ارتفع السعر السوقي للفائدة فإن فترة تداول السند تكون أقصر.

ثانياً- السندات التي تصدرها منشآت الأعمال:

تعد السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقد أو اتفاق "Indenture" بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض). وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة. وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد "Mortgage Bonds or Secured Bonds" أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق. كما قد يتضمن العقد شروطاً لصالح المقترض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق.

ونظراً لأن المستثمر عادة ما يكون واحداً من آلاف المستثمرين الـذين أقبلوا على شراء تلك السندات. وأن مشترياته قد لا تمثل سوى جزء ضئيل من القيمة الكلية للإصدار، فإنه لا يستطيع عملياً متابعة استيفاء المنشـأة للشـروط التي تضمنها العقد؛ لذا تنص التشريعات على دخول طرف ثالـث قـد يكـون مصرفاً تجارياً يعمل بمثابة وكيل أو حـارس أو أمـين "Trustee" يوكل إليه بتلك المهمة.

هذا وقد يكون السند لحامله "Bearer Bond" وبذلك يعد ورقة ماليـة قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل. وفي تاريخ استحقاق الفائـدة يتقـدم المستثمر للمصرف المختص أي الأمين "Trustee" بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة. ويطلق على هذا النوع من السـندات أيضـاً سـندات الكوبـون "Coupon Bonds". أما السند المسـجل باسـم المسـتثمر "Registered Bond" فتدفع عنه الفوائد بشيكات للشخص المسجل باسمه السند. ويحقق هـذا النوع من السندات الحماية لصاحبه ضد السرقة أو التلف وما شابه ذلك، إلا أنه غير قابل للتداول على نحو مماثل للنوع السابق، أما معدل الفائـدة أو معـدل الكوبون "Coupon Rate" لكلا النوعين فتحدده المنشأة في ضوء عدد مـن المتغيرات. من بينها: مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات في تواريخ الاسـتحقاق، والمركز الائتماني للمنشأة وما إذا كان السند قابلاً للتحويل إلى سـهم عـادي، ومستقبل الصناعة التي تنتمي إليها المنشـأة، والرهونـات المتاحـة لخدمـة الإصدار، وأسعار الفائدة السائدة في السوق، وحجم المنشأة وما شابه ذلك.

ثالثاً- اتجاهات جديدة في شأن السندات:

استحدثت في العشرين سنة الأخيرة أنواع جديدة مـن السـندات، لهـا سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية بصورة أو أخرى فثمـة سـندات لا

تحمل كوبونات. وأخرى ذات معدل فائدة متحــرك والســندات ذات الــدخل، والسندات منخفضة الجودة، وسندات المشاركة.

أما السندات التي لا تحمل معدلاً للكوبون "Zero coupon Bonds". فإنها تباع بخصم على القيمة الاسمية، على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعها في الســوق بالســعر السائد وذلك إذا رغب في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

وفيما يتعلق بالسندات ذات معدل الفائدة المتحــرك "Floating Rate Bonds" فقد استحدثت في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التــي أدت إلى رفع معدلات الفائدة. مما ترتب عليها انخفاض القيمــة الســوقية خاصــة للسندات طويلة الأجل، بشكل ألحق بحامليها خسائر رأسمالية كبيرة. وعادة مــا يحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر علــى أن يعاد النظر فيه دورياً كل نصف سنة بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائــدة الجارية في السوق.

وبالنسبة للسندات ذات الدخل "Income Bonds". فإنها تواكب إلــى حد بعيد احتياجات المصارف الإسلامية: إذ لا يجوز لحامليها المطالبة بالفوائــد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحاً. ومع هذا، فقد ينص في بعــض عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح، وذلك من أرباح سنة لاحقة "Cumulative Provision" .

أما بالنسبة للنوع الرابع وهي السندات الرديئــة (متواضــعة الجــودة) "Junk Bonds" فقد استحدثت في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلــس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال المنشــأة "Leveraged Buyout" التــي

يديرونها. وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جزء من أسهمها المتداولة في السوق.

رابعاً- أنواع السندات:

يمكن تصنيف السندات حسب جهة الإصدار إلى أنواع متعددة:

1. **السندات الحكومة (أو سندات الخزينة المركزية)**: والتي هي وثائق الدين العام طويلة الأجل، تصدر عادة عن البنوك المركزية ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز السائد في الميزانية العامة.

وتلجأ الحكومات إلى هذه السندات عندما تتجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة التقليدية (الرسوم والضرائب ودخول الدومين العام)، وتفضل السلطات المالية الاعتماد على القروض العامة بدلاً من الإصدار الجديدة لتمويل هذا العجز.

وتنقسم القروض العامة بين نوعين رئيسين وهما:

- **القروض الإجبارية**: التي تفرض على شرائح دخلية معينة في ظل صعوبات مالية غير اعتيادية.
- **القروض الاختيارية** (المحلية والخارجية): والتي تعتمد في تصريف سنداتها على ميزات الأمان والاعتبارات الضريبية، خاصة وأنها مضمونة من قبل الحكومة وسلطاتها المالية المركزية ومدعمة بتسهيلاتها الإدارية المختلفة. هذا فضلاً عن دور أسعار الفائدة في عملية تحفيز المستثمرين.

وتعتبر البنوك التجارية من أكبر المشترين لهذه السندات، كما أن السماح بتداول هذه الأداة الاستثمارية في الأسواق المالية يوفر المجال لتحويلها إلى السيولة النقدية متى شاء المستثمر.

2. السندات الحكومية الصادرة مقابل ضمانات مادية: أو ما يعرف برهون Mortgages والتي هي غالباً ما تكون عقارات وأحياناً (رواتب)، وذلك على القروض التي تدفع إلى الأسر أو المنشآت لبناء أو لشراء المساكن أو الأراضي أو الموجودات الحقيقة الأخرى.

3. سندات الهيئات المحلية monies: والمؤسسات أو الدوائر الرسمية (القطاعية أو الإقليمية ...) والتي تصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية، وبالتالي تكون هذه السندات كالسندات الحكومية (المركزية) السابقة طويلة الأجل، وتتسم غالباً بنفس خصائصها من حيث الضمانات الرسمية والإعفاءات الضريبية وخاصة بالنسبة لفوائدها.

4. سندات الشركات المساهمة: والتي تصدر عن القطاع الخاص بغرض الاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة وبضمان أموال الشركة المعنية، وبالتالي فإن هذه السندات لا تحظى بضمانات حكومية، فتكون أكثر خطورة من السندات الصادرة عن الخزينة المركزية أو المصالح الإقليمية (أو الهيئات المحلية) ...

وعليه فإن درجة خطورة هذه السندات ترتبط بالتصنيف الائتماني للشركة المصدرة لها. وهذا ما يجعل تركز عملية إصدارها في شركات متميزة بقدراتها الائتمانية العالية نسبياً أمراً ضرورياً.

وعند استعراض تطور الأهمية النسبية لهذه الأنواع من السنـدات خلال الفترة (1970 – 1996) في الولايات المتحدة مثلاً، يلاحظ بأن السندات التي حققت اتجاهاً متزايداً في سندات الرهون والتي بلغت حوالي (20%) والسندات الحكومية المركزية والتي وصلت إلى حوالي (12.5 %). بينما في المقابل

انخفضت الأهمية النسبية لكل من سندات الإدارات المحلية وسندات الشركات والمصارف التجارية وقروض المستهلكين.

خامساً- تحديد معدلات عوائد السندات وأهميتها الاقتصادية:

تعتمد عوائد السندات – خلال فترة سدادها – على مصدرين رئيسين، وهما:

1. الفروقات بين أسعار الشراء وأسعار البيع.
2. أسعار الفائدة المحددة في السندات أصلاً بشكل صريح (أو في الوجه) par (or face) value أو بشكل ضمني من خلال الفروقات بين أسعار الإصدار وأسعار السداد.

فيما يخص المصدر الأول الذي يتعلق بتداول السندات في السوق المالية فإنه يعتمد على عوامل عديدة، نذكر منها:

1. ظروف (العرض والطلب) السائدة في السوق المالية بشكل خاص وفي الاقتصاد القومي (أو الإقليمي) بشكل عام.
2. ظروف المؤسسة المعنية بالسند وخاصة بالنسبة لوضعها المالي المعلن وشفافية تعاملاتها الجارية وسمعتها في توزيع الأرباح.
3. تقلبات أسعار الفائدة والعلاقة العكسية بين قيمة السند وسعر الفائدة. عند ارتفاع سعر الفائدة من (10%) إلى (12%) فإن السندات السابقة (بـ 10%) ستنخفض أسعارها.
4. مخاطر استدعاء السند قبل وقت سداده المحدد.
5. مخاطر الاتجاهات المستقبلية للتضخم والتي تنعكس بصورة رئيسة على أسعار الفائدة طويلة الأجل وذلك من خلال تأثيرها في الطلب (لكل من

الأفراد والأعمال والحكومة) والعرض (بسبب الادخار الخاص والاحتياطي الحكومي). وقد بين في هذا الصدد Feldstein و Celestin بأن هناك علاقة عكسية بين عوائد السندات وعرض النقد فيتحقق نمو أبطأ لهذه العوائد مع أسعار أعلى للفائدة.

6. أما بالنسبة لأسعار الفائدة فإنها تكون ثابتة بالنسبة للسندات الصادرة (كل حسب حالة التعاقد الخاصة به). غير أن هذه الأسعار بشكل عام تخضع إلى تقلبات (بالارتفاع أو الانخفاض) على وفق تأثيرات مختلفة أهمها تلك التأثيرات المباشرة لأدوات البنك المركزي وخاصة تعديل معدلات التضخم، والتي تهدف غالباً إلى:

- تحفيز الاستثمار من خلال تخفيض أسعار الفائدة أو بالعكس تشجيع الادخار من خلال رفع هذه الأسعار.
- دعم أسعار صرف العملة الوطنية، فتمنح فوائد أعلى على الودائع المصرفية بهذه العملة وفوائد أدنى على الودائع المصرفية بالعملات الأجنبية، بما يقلل من الطلب على العملات الأخيرة ويزيد من الثقة بالعملة الوطنية.

ولا شك بأن أسعار الفوائد التي بموجبها تقوم الشركات الخاصة والخزينة المركزية والدوائر الأخرى بإصدار السندات تتأثر بتحديدات البنك المركزي.

خلص J. M. Keynes إلى أن الطلب على النقود لأغراض المعاملات والاحتياطات يتأثر بمستوى الدخل، وإن الطلب على المضاربات يتأثر بسعر الفائدة، وهذا ما يعتمد على توقعات المضاربين والمستثمرين بشأن الاتجاهات المستقبلية.

وهنا مع ثبات العرض النقدي، كلما ازداد الطلب على النقود لأغراض المعاملات والاحتياطات بمعدل أقل من الطلب على النقود لأغراض المضاربات وإذا ما تساوى الطلب على النقود مع العرض النقدي فإن الطلب على السندات يساوي عرض السندات. وحيث تظهر الكلفة الفرصية Opportunity Cost المتجسدة في سعر الفائدة إن الطلب على النقود يرتبط بسعر الفائدة بعلاقة عكسية، وأن هذا السعر هو العائد المتوقع الذي يضحي به الفرد عند عدم الاحتفاظ بموجود استثماري بديل (وهو السند)، ومع ارتفاع سعر الفائدة فإن الكلفة الفرصية للاحتفاظ بالنقود ترتفع وهكذا فإن الرغبة في السيولة تكون أقل فيهبط الطلب على النقود.

وعلى ما سبق يعتمد سعر الفائدة في تغييراته على ثلاثة تأثيرات رئيسة:

1. تأثير الدخل Effect– Income:

حيث أن سعر الفائدة يرتفع عند زيادة العرض النقدي وذلك استجابة لمستوى أعلى للدخل؛ لأن هذه الزيادة تسبب توسعاً في دورة نشاطات الأعمال (مع بقاء الأمور الأخرى على حالها Ceteris Paribus).

2. تأثير السعر (Price – Level effect) :

عند زيادة العرض النقدي فإن سعر الفائدة يرتفع مع ارتفاع مستوى السعر في السوق بمعدل أعلى. وأن ارتفاع مستوى السعر مع ثبات العرض النقدي والمتغيرات الأخرى يؤدي أيضاً إلى ارتفاع سعر الفائدة، وذلك حيث يسبب ارتفاع مستوى السعر زيادة في الطلب النقدي فيتحول منحنى هذا الطلب إلى اليمين.

3. تأثير التضخم المتوقع Expected – inflation effect :

إن التضخم المتوقع يزيد مع هامش المخاطرة وهذا ما يرفع سعر الفائدة. ومن ناحية أخرى، عند ارتفاع سعر الفائدة مع ثبات الأمور الأخرى فإن العائد المتوقع للنقود يهبط بالنسبة للعائد المتوقع من السندات. وهذا ما يقلل من الطلب على النقود، وبالتالي فإن العلاقة بين الطلب على النقود وسعر الفائدة تكون علاقة عكسية مع وجود الكلفة الفرصية والتي هي سعر الفائدة المتوقع. وكما أشرنا سابقاً كلما ازدادت هذه الكلفة أي ارتفع سعر الفائدة فإن الرغبة في الاحتفاظ بالنقود تقل.

سادساً- أنواع الفوائد على السندات:

يمكن تصنيف أسعار الفائدة وفق تقسيمات متعددة، نركز هنا على عدد منها، للتمييز بين نوع الفوائد المختلفة على السندات:

1. أسعار الفائدة البسيطة وأسعار الفائدة المركبة Simple and compound interest rates

تحتسب أسعار الفائدة البسيطة عن طريق تحديد نسبة العائد الفعلي إلى المبلغ الأصلي وذلك دون الاهتمام بأي تراكم خلال الفترة التي يستمر فيها الاحتفاظ بالسند حتى وقت التسديد المقرر مسبقاً. أي تحتسب هذه الأسعار في نقطة زمنية معينة، كما هو واضح في الصيغة الآتية:

$$I = (m)(r)(t)$$

الفائدة المحتسبة = I

المبلغ الأصلي = m

معدل (الكوبون) = r

الفترة بالسنوات = t

مثال: إذا كان

$$m = 1000$$
$$r = 10\%$$
$$t = 1$$
$$i = (1000)\ (0.10)\ (1)$$
$$= 100$$

أما بالنسبة لأسعار الفائدة المركبة فإنها تقوم على تراكم المبلغ الأصلي مع العائد السنوي وحتى نهاية وقت (الاحتساب) ضمن فترة عمر السند، فتحتسب الفوائد الحالية على الفوائد السابقة. ولهذا الغرض يمكن اعتماد الصيغة الآتية:

$$Y = m\ (1 = r)$$

2. أسعار الفائدة الاسمية وأسعار الفائدة التعديلية Nominal and adjustment interest rates :

إن أسعار الفائدة الاسمية هي الأسعار المحددة ككوبون السند أي بمعدل ثابت وكنسبة مئوية مقررة بشكل منظم أو رسمي **formal** .

ولا شك بأن التعاقدات الائتمانية ترتبط عادة بالأسعار الاسمية للفائدة وذلك مهما تغيرت أسعار السلع والخدمات وبالتالي فإن هذه الأسعار يفترض بها أن تأخذ في اعتباره تغييرات الكميات وتغييرات الأسعار معاً، غير أن ذلك لا يتحقق دائماً وبالتالي تأتي الأسعار التعديلية للفائدة كأسعار توازنية مقارنة Comparative equilibria (or statics) يتعادل عندها الاستهلاك المستقبلي مع الاستهلاك الجاري.

ولاحتساب أسعار الفائدة التعديلية (r) يمكن اعتماد الصيغة الآتية:

قيم السلع والخدمات

في الزمن (1) المستقبلي = V1

قيم السلع والخدمات

في الزمن الجاري = V0

مثال:

إذا كان:

$V1 = 2400$
$V0 = 2200$

فإن:

$$R = \frac{2400}{2200} - 1$$

$$= 1.091 - 1$$

$$= 0.091 \text{ or } 9.1\%$$

3. أسعار الفائدة المخصومة (مسبقاً) من قيم السندات والأسعار المضافة (لاحقاً) إلى قيم السندات Discounted and added interest rates :

إن غالبية السندات المتداولة في الأسواق المالية تقوم على تحديد مسبق وتسديد لاحق لأسعار فائدتها، أي تضاف فوائد ثابتة إلى المبالغ الأصلية عندما يحين وقت السداد.

وفي المقابل توجد قروض وخاصة على الرهون (mortgages) تحتسب فوائدها مسبقاً وتقتطع من أصل المبلغ المقدم.

ولا شك بأن النوع الأول يضفي شيئاً من عنصر التأكيد على الأداة الاستثمارية وأن النوع الثاني يحمي للدائن من تدهور القوة الشرائية.

فمثلاً إذا كان للمبلغ الأصلي للسند 1000 دينار وكان سعر الفائدة 10% ولسنة واحدة فإن المبلغ الحقيقي الذي يستلم بموجب الأسعار المخصومة

1000 (1 + 0.1)
= 1000 (0.9)
= 900

وبموجب الأسعار المضافة لاحقاً:

1000 (1 + 0.1)
= 1000 (1.1)
= 100

4. أسعار الفائدة الجارية وأسعار الفائدة التحفيزية Current and Simulative interest rates :

إن أسعار الفائدة الجارية أسعار فعلية سائدة في الأسواق المالية والمؤسسات المصرفية وفيما بين الأطراف الدائنة والمدينة من الأشخاص (القانونيين والطبيعيين) وبالتالي فإن هذه الأسعار تسمى بالأسعار المشاهدة observed أو الواقعية exposit وهي تحدد وفق الصيغة الآتية:

وبالنسبة لأسعار الفائدة التحفيزية، فإنها تقوم على خصم هذه الأسعار لدفع المستثمرين إلى شراء السندات وذلك بشكل خاص في ظل ظروف الركود الاقتصادي عامة. وبالتالي تستخدم الصيغة الآتية:

<u>الفائدة السنوية المدفوعة</u>

وهنا لا بد من تحديد معدل الخصم بدقة كافية. وهذا ما يكون من خلال تحديد درجة حساسية الطلب على السندات عند حدوث تغييرات في أسعار الفائدة.

5. أسعار الفائدة المتوقعة وأسعار الفائدة المعومة Expected and floated Interest Rates:

إن أسعار الفائدة المتوقعة، أسعار تخمينية تقدر من قبل المختصين أو المستثمرين وذلك بالاعتماد على الأساليب التحليلية الكمية (الإحصائية والقياسية). وبالاعتماد على التوجهات السلوكية والمعلومات المتاحة حول أسعار السندات والكفاءة الحدية برأس المال وتفضيل السيولة .... وقد أسهمت نظرية التوقعات العاقلانية Rational expectation في تطوير الأسعار المذكورة للفائدة عند ربطها بكل من الأسعار الفعلية والأسعار المثلى التي تحقق التوازن العام في أسواق السندات والكفاءة القصوى في توجيه المدخرات.

أما بالنسبة لأسعار الفائدة المعومة فإنها تترك لتغييرات عرض السندات والطلب عليها وكذلك لواقع الظروف السائدة في الأسواق المالية. وعادة ما يعاد النظر في هذه الأسعار كل ستة أشهر أو سنة حسب ظروف الاقتصاد والسوق المعنيين.

الأوراق المالية القابلة للتحويل:

يقصد بالأوراق المالية القابلة للتحويل "Convertible Securities" السندات والأسهم الممتازة التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية. إذا ما رغب حاملها في ذلك. وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلة للاستدعاء وذلك بهدف إجبار

حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية. وبالطبع لا يتوقع التلويح باستخدام شرط الاستدعاء إلا عندما تكون قيمة التحويل "Conversion Value" أعلى من سعر الاستدعاء "Call Price". ويقصد بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم مضروبة في معدل التحويل "Conversion Ratio" أي مضروبة في عدد الأسهم العادية مقابل كل سند أو سهم ممتاز قابل للتحويل. وتختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل "Conversion Price" إذ يتمثل سعر التحويل في القيمة الاسمية للسند أو السهم الممتاز القابل للتحويل مقسوماً على معدل التحويل. وفي ضوء هذه العلاقة، فإن معدل التحويل يتمثل في ناتج قسمة القيمة الاسمية للسند على سعر التحويل.

أما أهم مزايا التحويل فتتمثل في تأجيل التأثير السلبي على كل من الربحية والقيمة السوقية للسهم العادية. والذي كان يمكن أن يحدث مبكراً لو أن المنشأة أصدرت أسهماً عادية من البداية. هذا فضلاً عن أن تكلفة الأوراق المالية القابلة للتحويل عادة ما تكون أقل مقارن بأوراق مالية مماثلة لكنها غير قابلة للتحويل وهو ما يعني في النهاية انخفاض متوسط تكلفة الأموال. وتعد هذه الميزة ذات أهمية للمنشآت التي تتصف بانخفاض تصنيفها الائتماني "Low Credit Rating" في الوقت الذي يتوقع لها معدلات نمو مبشرة في المستقبل. ذلك أن من شأن حق التحويل أن يزيد أو يقلل من مخاوف المستثمرين المحتملين إزاء انخفاض القدرة الائتمانية للمنشأة. أي ضعف قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه حملة تلك الأوراق.

الأوراق المالية الأخرى:

أولاً: الأوراق المالية الحكومية المتداولة في أسواق رأس المال:

يقصد بـــالأوراق الماليــــة الحكوميــــة "Government Securities" صكوك المديونية المتمثلة في السندات وما يماثلها. والتي تصـــدرها الحكومـــة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز فـــي موازنتهـــا أو بهـــدف مواجهة التضخم. وفي الدول التي تأخذ بنظام الحكم المحلي قد لا يقتصر حـــق إصدار تلك الأوراق على الحكومة المركزية. إذ قد يمارس ذات الحق أيضاً بواسطة الحكومات المحلية.

وينظر المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة المركزيـــة على أنها أكثر جاذبية؛ إذ عادة ما يتمتع عائدها بالإعفاء الضريبي وهو ما يندر أن يتحقق للأوراق المالية التي تصدرها الحكومات المحلية، يضاف إلى ذلـــك تضاؤل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيلـــه. فالحكومـــة المركزيـــة يمكنها زيادة مواردها المالية لمواجهة خدمة الدين عن طريق إصدار المزيد من أوراق البنكنوت. أو عن طريق فرض ضرائب جديدة أما الحكومات المحليـــة فليس من حقها إصدار أوراق بنكنوت، كما أن قدرتها على فرض المزيد مـــن الضرائب عادة ما تكون محدودة. ويحدثنا التاريخ عن حالات عديدة تعرضـــت فيها حكومات محلية في الولايات المتحدة لمخاطر الإفلاس – وفـــي مقـــدمتها حكومة مدينة نيويورك وحكومة مدينة سينسناتي بولاية أوهايو – نتيجة لعـــدم قدرتها على تدبير الأموال اللازمة لخدمة ما عليها من ديون. لذا فقـــد عمـــدت بعض الحكومات المحلية في الولايات المتحدة إلى التأمين على السندات التـــي تصدرها "Insured Bonds" وذلك لخلق جو من الثقة بين المستثمرين مما قد يسهم في خلق سوق نشطة نوعاً ما لتلك الأوراق.

ثانياً: الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد:

يقصد بسوق النقد للأوراق الماليــة "Money Market Securities" السوق الثاني الذي يتكون من المؤسسات الماليــة المتخصصــة مثــل بيــوت السمسرة والمصارف التجارية وما يماثلها. والتي تتعامل في الأوراق الماليــة قصيرة الأجل. وتمثل هذه الأوراق صــكوك مديونيــة "Debt Securities" مدون عليها ما يفيد بأن لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر. وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلــة للتــداول ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها على تسعة شهور أو سنة على الأكثــر. هــذا وتتســم الأوراق المالية قصيرة الأجل بإمكانية التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر على الإطلاق. ونظراً لانخفاض أو انعــدام مخــاطر التوقف عن السداد "Free of Default Risk" يتوقع أن يكون العائد المتولد عنها منخفضاً. وربما لا يتجاوز معدل التضخم.

وفي بعض هذه الأوراق قد يحصل مشتري الورقة على الفوائد مقدماً. وذلك بشراء الورقة بقيمة تقل عن القيمة الاسمية التي سيحصل عليها في تاريخ الاستحقاق. ويمثل الفرق مقدار الفوائد. وبالطبع يمكن لحامل الورقة التصــرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق. وذلك بعرضها للبيع في ســوق النقــد "Money Market". وهنا يتوقع أن تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الاسمية. كمــا يتوقع أ، تزداد تلك القيمة أي القيمة السوقية كلما اقترب تاريخ الاستحقاق الذي عنده يحصل حاملها على مبلغ يتمثل في القيمة الاسمية المدونة عليهــا. ومــن أبرز أنواع هذه الأوراق شهادات الإيداع، والكمبيــالات المصــرفية، والأوراق التجارية، واتفاقيات شراء فائض الاحتيــاطي الإلزامــي، وقــرض الــدولار الأوروبي، واتفاقيات إعادة الشراء. يضاف إلى ذلك أذونات الخزانة وشــهادات المديونية التي تصدرها الحكومة.

1) شهادات الإيداع القابلة للتداول:

يقصد بشهادات الإيداع القابلة للتداول "Negotiable Certificates of Deposit" تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها المصارف التجارية. والتي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو بالتنازل، كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون على الشهادة.

2) الكمبيالات المصرفية:

تمثل الكمبيالات المصرفية "Banker's Acceptances" تعهداً كتابياً بإعادة مبلغ اقترضه شخص ما من أحد المصارف. ويمكن للمصرف الاحتفاظ بالتعهد (الذي يمثل عقد إقراض يتولد عنه فوائد) حتى تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعه لشخص آخر. يبيعه بدوره لطرف ثالث. وهكذا. وفي تاريخ الاستحقاق يحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره (المقترض الأصلي) وإذا ما فشل في ذلك يمكنه حينئذ الرجوع إلى المصرف الذي قبل التعهد من البداية.

3) الأوراق التجارية:

تتمثل الأوراق التجارية "Commercial Papers" في كمبيالات يتراوح تاريخ استحقاقها من خمسة أيام إلى تسعة شهور. وتقتصر ميزة التداول على الكمبيالات التي تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم. ذات المكانة الراسخة والمعروفة في المجتمع. وعادة ما تحصل تلك المنشآت على ائتمان مفتوح "Open Lines of Credit" لدى بعض المصارف التجارية. تقوم بمقتضاه تلك المصارف بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملها في تاريخ الاستحقاق وهو ما يعد تقوية لمركز تلك الأوراق.

4) قرض فائض الاحتياطي الإلزامي:

يمكن للمصارف التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي "Surplus Reserve Requirement" أن تقرضه لمصارف أخرى تعاني من عجز فيه. ولا تعد تلك القروض أوراقاً مالية بالمعنى المفهوم، ذلك أنها تتمثل في تعهد غير مكتوب – مضمون من البنك المركزي أو مؤسسة النقد التي تدير ذلك الاحتياطي – يلتزم فيه المصرف المقترض بسداد قيمة القرض مصحوباً بفائدة تتحدد وفقاً لقانون العرض والطلب.

5) قرض الدولار الأوروبي:

يستخدم اصطلاح الدولار الأوروبي "Eurodollar" للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها مصارف في خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص المصارف الأوروبية. ويتكون سوق الدولار الأوروبي "Eurodollar Market" من عدد من المصارف الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوروبية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار. بمعنى أنها تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار الأمريكي فقط، هذا وتتسم القروض التي تقدمها تلك المصارف "Eurodollar Loans" بضخامة القيمة وقصر تاريخ الاستحقاق وتتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك المصارف نتيجة قيام بعض المصارف والشركات التي لها ودائع في مصارف أمريكية بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى المصارف الأوروبية التي تتعامل بالدولار، ربما بسبب ارتفاع معدلات الفوائد التي تمنحها.

6) اتفاقيات إعادة الشراء:

تمثل اتفاقيات إعادة الشراء "Repurchase Agreements (Repose)" أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء الأوراق المالية وبيعها "Dealers" لتمويل مخزون إضافي من أوراق

مالية سهلة التسويق، وذلك لليلة واحدة أو لعدة أيام قليلة. وبمقتضى هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات "Repose Broker" ليبرم له اتفاقاً مع أحد المستثمرين الذين يبحثون عن فرصة لإقراض أموال فائدة لديه.

وعلى الرغم من أن فترة الاتفاق عادة ما تكون ليلة واحدة أو بضعة أيام قليلة فإن ثمة اتفاقيات تمتد لفترة أطول "Term Repose" قد تصل إلى شهر أو أكثر. هذا وتعد المصارف التجارية هي السوق الثاني "Secondary Market" النشط لبيع وشراء صكوك تلك الاتفاقيات.

7) أذونات الخزانة:

تمثل أذونات الخزانة "Treasury Bills (T – bills)" أوراقاً مالية حكومية قصيرة الأجل، لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة. ولضمان استمرارية وجود تلك الأذونات في السوق تحرص الحكومة الأمريكية على إصدارها دورياً وذلك بمعدل مرة كل أسبوع. ولا يحصل المستثمر على الإذن ذاته. كل ما يحصل عليه هو إيصال يفيد شرائه.

8) شهادات المديونية وكمبيالات الخزانة:

حتى تتمكن وزارة الخزانة من جذب أكبر عـدد مـن الـراغبين فـي الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية. فإنها عادة ما تصدر أوراقاً مالية يطلق عليها كمبيالات الخزانة "Treasury Notes (T – Notes)" تحمـل تواريخ استحقاق متباينة تتراوح بين سنة وسبع سنوات. حتى يجد كل راغب في الاستثمار بغيته.

ثالثا: الأوراق المتداولة في سوق الاختيار:

تعد أسواق (بورصات) الاختيار إحدى صور أسواق العقود المستقبلية. ويوجد بالولايات المتحدة ستة أسواق اختيار، من أبرزها بورصة شيكاغو التي تتميز بأنها الوحيدة التي تتعامل فقط في الاختيار. ونظراً لعدم السماح بوجـود سوق غير منظمة للاختيار فقد أنشأ الاتحاد الـوطني لتجـار الأوراق الماليـة "National Association of Securities Dealers (NASD)" الـذي يشرف على السوق غير المنظمة للأوراق المالية بورصة مسـتقلة للاختيـار تحمل اسمه.

ويتداول في تلك الأسواق ما يسمى بالاختيار وهو واحد مـن الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق الماليـة، كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح. ويمكن التمييز بين نوعين من الاختيار: الاختيار الأمريكي والاختيار الأوروبي.

وكما يبدو فإن هناك نوعين أساسين من الاختيار الاختيار الذي يعطـي الحق في البيع "Put Option" والاختيار الذي يعطي الحق في الشراء "Call Option". ويضاف إليها نوع ثالث يعطي الحق فـي الشـراء والبيـع معـاً "Straddles or Double Option" وبذا يتمتع بمزايا النوعين السابقين.

هذا ويسمى السعر المتفق عليه عند التنفيذ بسعر التعاقـد "Contract Price" أو سعر التنفيذ "Striking or Exercise Price" وهو غالباً ما يعادل القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ إبرام الاتفاق، وهو بذلك يختلـف عـن سعر السوق "Marker Price" الذي يقصد به في هذا الصدد السعر الذي تباع به الورقة لحظة تنفيذ الاتفاق. أما السبب الذي من أجله سمي الاتفـاق بالاختيار: بأنه يعطي لمشتريه الحق في تنفيذ الاتفاق أو عدم تنفيذه. وذلك مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعـويض "Premium" للطرف الآخر. وهو عادة ما يطلق عليه محرر حق الاختيـار. وفـي تناولنـا للاختيار سوف نبدأ أولاً بالاختيار الذي يعطي الحق في البيع نتبعه بالاختيـار الذي يعطي الحق في الشراء.

(1) اختيار البيع:

يتيح اختيار البيع "Put Option" فرصة للمستثمر لحماية نفسه مـن مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها. ولتوضيح فكرة هذا النوع من الاختيار دعنا نفترض أن مستثمراً ما قد اشترى لتوه عدداً من الأسهم بسعر 50 جنيهاً للسهم الواحد. وتشير توقعاته إلى أنه قد يضطر إلى بيع تلك الأسـهم في شهر يونيو القادم، كما تشير كذلك إلى احتمال انخفاض أسعار تلك الأسـهم في ذلك الشهر. وحتى يتجنب المستثمر المخاطر التي قد تنجم عن ذلك. فإنـه يقوم بتغطية نفسه. وذلك بالتعاقد مع طرف ثانٍ لديه الاسـتعداد لشـراء تلـك الأسهم في شهر يونيو القادم. وذلك بالسعر السائد في السوق وقت إبرام التعاقد. والذي قد يكون مساوياً للسعر الذي اشترى به المستثمر تلـك الأسـهم أي 50 جنيهاً للسهم. ووفقاً لنصوص الاتفاق ينبغي أن يدفع المستثمر مكافأة للطـرف

الآخر وليكن قدرها 3 جنيهات للسهم. مقابل إعطائه الحق في التراجع عن تنفيذ الصفقة إذا أراد. لذا يطلق على المستثمر في هذه الحالة مشتري حق الاختيار.

والآن. دعنا نفترض أن التنبؤات قد تحققت وانخفضت أسعار تلك الأسهم في شهر يونيو. حتى وصلت إلى 43 جنيهاً للسهم الواحد أو إلى أقل من ذلك. في هذه الحالة سيطلب المستثمر (مشتري الاختيار) من الطرف الآخر (محرر الاختيار) تنفيذ الاتفاق، أي شراء الأسهم التي يملكها المستثمر بمبلغ 50 جنيهاً للسهم. وحيث أن المستثمر قد سبق له شراء تلك الأسهم بالقيمة نفسها، فإن خسائره سوف تنحصر في قيمة المكافأة، ولن تزيد عن ذلك مهما انخفض سعر السهم في تاريخ تنفيذ العقد عن السعر المنصوص عليه في الاتفاق. أما خسائر الطرف الآخر أي محرر حق الاختيار فغير محدودة، إذ تتوقف على ما وصل إليه الانخفاض في سعر السهم وقت تنفيذ التعاقد.

(2) اختيار الشراء:

قد يعمد المستثمر الذي يتوقع ارتفاع القيمة السوقية لورقة مالية ما يرغب في شرائها مستقبلاً إلى امتلاك اختيار يعطيه الحق في شراء "Call Option" تلك الورقة في التاريخ الذي يرغب فيه وبسعر متفق عليه مقدماً، عادة ما يكون هو السعر الجاري في تاريخ إبرام الاتفاق. وكما سيتضح لا تختلف معالجة هذا الاختيار عن معالجة اختيار البيع الذي سبقت الإشارة إليه.

ولإلقاء الضوء على اختيار الشراء، دعنا نفترض أن مستثمراً ما يرغب في شراء عدد من الأسهم في تاريخ لاحق وليكن شهر يونيو القادم، وتشير التوقعات إلى أن سعر السهم سوف يكون مرتفعاً في تلك الفترة، وذلك مقارنة بالسعر الجاري الآن والذي يبلغ 50 دولاراً للسهم. وحتى يتجنب المستثمر

مخاطر ارتفاع القيمة السوقية في تاريخ الشراء، فقد تعاقد مع طرف ثان لديه الاستعداد لبيع الأسهم ذاتها خلال الفترة نفسها وبالسعر الجاري أي 50 دولاراً للسهم مقابل مكافأة يدفعها المستثمر (مشتري الاختيار) للطرف الثاني (محرر الاختيار) قيمتها 3 دولارات للسهم.

فإذا ما ارتفعت قيمة السهم في السوق في شهر يونيو إلى 55 دولاراً مثلاً، حينئذ سيطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق، أي أن يبيعه المحرر الأسهم المتفق عليها بسعر 50 دولاراً للسهم. وحيث أنه قد سبق للمستثمر دفع 3 دولارات عن كل سهم مكافأة للمحرر. فإنه يكون قد حقق ربحاً قدره دولارين عن كل سهم. وكما هو واضح يتوقع أن يزداد الربح كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ. أما محرر الاختيار – خاصة ذلك الذي لا يملك الأسهم التي تعاقد عليها– فسوف يمنى بخسائر قيمتها أيضاً دولارين عن السهم: لأنه سيضطر إلى شراء السهم – إذا ما أصر مشتري حق الاختيار على استلامها وهو أمر غير وارد في مثل هذه العقود – بمبلغ 55 دولاراً ليبيعه بمبلغ 50 دولاراً، وكان قد حصل قبل ذلك على مكافأة قدرها 3 دولارات عن كل سهم. وعلى عكس مشتري الاختيار (المستثمر) سوف تزداد خسائر محرر الاختيار (الطرف الثاني) مع كل زيادة في القيمة السوقية للسهم.

أما إذا لم تتحقق توقعات المستثمر وانخفضت القيمة السوقية إلى 43 دولاراً للسهم مثلاً فلن يطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق: إذ سيفضل شراء الأسهم من السوق بالأسعار السائدة. وحينئذ سوف تنحصر خسائره في مقدار المكافأة المدفوعة التي تعادل تماماً الأرباح التي يحققها المحرر.

رابعاً: الأوراق المالية المخلقة المتداولة في أسواق مستحدثة:

يقصد بالأوراق المالية المخلقة "Securitization" تلك الأوراق المالية القابلة للتداول في أسواق غير منظمة خلقتها بعض بيوت السمسرة وكانت تلك الأوراق في الأصل استثمارات غير سائلة "Ihiquid Assets" لا تتحول إلى نقدية إلا في تاريخ الاستحقاق نظراً لعدم وجود سوق تتداول فيه. ومن الأمثلة على تلك الأصول في الولايات المتحدة قروض الإسكان "Home Mortgage" وهي تمثل اتفاقاً يبرم بين أحد الأفراد الراغبين في شراء منزل للإسكان فيه، وبين مؤسسة مالية للاقتراض. وبمقتضى الاتفاق يحصل الطرف الأول على قرض لشراء المنزل على أن تسدد قيمته على أقساط شهرية. وأن يتم رهن العقار لصالح المؤسسة المعنية.

ولا تنتظر المؤسسة حتى تاريخ الاستحقاق لاستعادة قيمة تلك القروض بل تصدر في مقابلها صكوكاً قابلة للتداول "Securitization" ومضمونة بتلك القروض "Mortgage – Backed Securities" وتستخدم حصيلة القروض من فوائد وأقساط في خدمة الصكوك التي تم إصدارها، ولتيسير تداول تلك الصكوك عادة ما يصدر الصك بقيمة اسمية صغيرة. كما قد يؤمن عليه من قبل مؤسسة حكومية للتأمين. وفي حالة فشل المقترض (مشتري العقار) في الوفاء بما عليه من التزامات تقوم مؤسسة التأمين بسداد مستحقات حامل الصك. على أن تقوم فيما بعد ببيع العقار والحصول على مستحقاتها. وتعتبر قروض الإسكان هي المحاولة الرائدة لظهور الأوراق المالية المخلقة التي انتشرت بعد ذلك في مجالات أخرى مثل قروض شراء السيارات التي تقدمها المصارف والقروض التجارية.

خامساً- نموذج داوجونز ومؤشرات الأسهم الأخرى DOW JONES AND OTHER STOCK INDEXES:

تعج وسائل الإعلام المقروءة والمرئية بالأخبار عن تذبذبات أسعار الأسهم في بورصات العالم. فنقرأ أحياناً عن انتعاش سوق الأسهم في بلد وارتفاع مؤشرها، ونسمع عن الانخفاض المفاجئ في قيمة مؤشر الأسهم في بلد آخر.

كما وقرأنا عن انهيار "النيكاي" NIKKEI أي مؤشر سوق أسهم طوكيو، والذي هبط من قمته التي اقتربت من / 40000 / نقطة في نهاية عام 1989، ليصل خلال عام 1998 إلى أدنى قيمة له، أي إلى أقل من / 13000 نقطة.

أما "الهانج سنج" HANG SENG، مؤشر بورصة هونج كونج، فقد انهار خلال شهر أكتوبر من عام 1997 من أعلى قيمة له، والبالغة / 16000 / إلى ما يقارب / 8000/ فاقداً بذاك، وخلال أسابيع قليلة، ما يقارب 50 % من قيمته، ليعود بعد ذلك للارتفاع، وكلنا سمع عن انهيار بورصة نيويورك MARKET CRUSH في يوم 17 أكتوبر عام 1987، والذي سمي بـ"الاثنين الأسود" BLACK MONDAY، حيث انخفض مؤشر "داو جونز" خلال ذلك اليوم بمقدار / 500 / نقطة، فاقداً بذلك 22 % من قيمته خلال يوم واحد. كما عشنا في نهاية شهر أكتوبر عام 1997. وعلى التحديد في يوم الاثنين 27 من الشهر ذاته، والذي دخل التاريخ باسم "الاثنين الرمادي" GRAY MONDAY انهياراً مشابهاً لسوق الأسهم في نيويورك، والذي نتج عنه انخفاض مؤشر "داو جونز" / 554 / نقطة، وهو أكبر انخفاض في يوم واحد تعرض له مؤشر "داو جونز" في تاريخه، إنما لم يشكل هذا الانخفاض أكثر من 7 % من قيمة المؤشر بسبب ارتفاعه الهائل خلال السنوات الثلاث الفائتة ليصل خلال عام 1997 إلى ما يقارب / 8000 / نقطة. بما أن النقطة

الواحدة من المؤشر تعادل حالياً قيمة مليار دولار، لذا يمكن القول بأن بورصة نيويورك فقدت في يوم "الاثنين الرمادي" / 554 / ملياراً من قيمتها، إنما استعادت في اليوم التالي أكثر من نصف هذه الخسارة بسبب ارتفاع المؤشر بمقدار / 374 / نقطة.

والآن لنتساءل: ما هو الداوجونز؟ وما هي هذه المؤشرات التي تنشرها وسائل الإعلام يومياً؟ وكيف نشأت؟ وكيف تُحسب؟ وما هي فائدتها واستخداماتها؟ وهل يمكن الاعتماد عليها في متابعة تحركات أسواق الأسهم في العالم للتعرف على اتجاهاتها؟.

تتذبذب أسعار الأسهم في أية بورصة، كما نعلم يومياً، وتستمر هذه التذبذبات عبر الأشهر والسنين، ففي الماضي وقبل ظهور هذه المؤشرات ودخولها بورصات الأسهم في العالم، كان يصعب على أي مستثمر التعرف بسرعة على تغيرات هذه الأسواق وتذبذباتها.

تستخدم بعض البورصات مؤشراً واحداً، كما هو الحال في بورصة المملكة العربية السعودية، أو بورصة هونج كونج، ففي حين تستخدم البورصات الأخرى عدة مؤشرات في السوق الواحدة، ففي بورصة فرانكفورت في ألمانيا هناك مؤشران هما:

- ✓ مؤشر بورصة فرانكفورت والذي يُرمز له اختصاراً FAZ.
- ✓ مؤشر DAX الذي شكله البنك التجاري COMMERCE BANK، وهو من كبار البنوك الألمانية، وهذا المؤشر هو الأكثر استعمالاً بالنسبة إلى بورصة فرانكفورت.

أما في بورصة نيويورك فهناك ثلاثة مؤشرات هي من أشهر المؤشرات في العالم، لأنها تستخدم في سوق "وول ستريت" التي هي أكبر سوق

في العالم، فقد بلغت قيمة مجمل الأسهم المسجلة فيها في نهاية عام 1998 ما يزيد على عشرة آلاف مليار دولار، نورد فيما يلي هذه المؤشرات:

- مؤشر "داو جونز الصناعي" والذي يُرمز له D JIA.
- مؤشر "ستاندرد وبور 500" والذي يُرمز له S & P 500.
- مؤشر "سوق أسهم نيويورك" والذي يُرمز له NYSE.

مؤشر "داو جونز الصناعي":

إن مؤشر أو معدل "داو جونز الصناعي" هو أقدم مؤشرات الأسهم وأشهرها STOCK AVERAGES في العالم، لقد قام شارل هنري داو، أحد مؤسسي شركة "داو جونز" التي تقوم بإصدار جريدة وول ستريت جورنال الشهيرة، بتشكيل مؤشر "داو جونز الصناعي" والذي سُمي باسمه، وبدأ بنشره في 3 يوليو من عام 1884، أي قبل أكثر من عام، وهذا المؤشر يمثل معدل AVERAGE سعر أسهم ثلاثين شركة من كبار شركات أمريكا، وتسمى BLEU CHIPS والتي يتم التعامل بأسهمها في بورصة نيويورك.

هناك أربعة مؤشرات "داو جونز" نسردها فيما يلي:

- مؤشر أو معدل "داو جونز الصناعي" D OW JONES INDUSTRIAL.
- مؤشر "داو جونز للنقل" D OW JONES TRANSPORT.
- مؤشر "داو جونز للمرافق" D OW JONES UTILTTTES.
- مؤشر "داو جونز المركب" D OW JONES COMPOSTTE.

كما ذكرنا أعلاه، تدخل ثلاثون شركة في تركيب مؤشر "داو جونز الصناعي". أما مؤشر "داو جونز للنقل" فهو مبني على معدل أسعار أسهم عشرين شركة نقل أمريكية، كشركات الطيران، والسكك الحديدية، والشحن.

أما مؤشر "داو جونز للمرافق"، فهو مبني على معدل أسعار أسهم خمسة عشر شركة من شركات المرافق الأمريكية، كشركات الكهرباء مثلاً. هناك أيضاً معدل "داو جونز المركب" من أسهم خمسة وستين شركة، وهو يتشكل من معدل أسهم شركات المؤشرات الثلاثة.

استخدامات مؤشرات الأسهم:

لا يقتصر استخدام مؤشرات الأسهم على متابعة تحركات الأسعار في البورصات، بل يتعداه لاستخدامات أخرى عديدة؛ نورد فيما يلي أهمها:

- يستخدم المحللون الفنيون TECHNICAL ANALYSTS مؤشرات الأسهم كوسيلة للتنبؤ بتغيرات اتجاهات السوق، من صاعدة إلى هابطة أو العكس، وذلك عن طريق رسم منحنيات المعدلات المتحركة MOVING AVERAGES لهذه المؤشرات.
- حسب نظرية داو DOW THEORY التي تلعب دوراً مهماً جداً لدى المحللين الفنيين، يتم مقارنة تغييرات قيمة مؤشر "داو جونز الصناعي" مع تغيرات قيمة مؤشر "داو جونز للنقل" للتعرف على أي تباعد D IVERGENCE بينهما، والذي يحصل عادة عندما يبدأ مؤشر داو جونز الصناعي بالصعود في حين يتابع مؤشر "داو جونز للنقل" هبوطه أو بالعكس. إن المحللين الفنيين يعتبرون هذا التباعد دليلاً على تغير اتجاه السوق في نيويورك من صاعدة إلى هابطة أو بالعكس.

- بما أن عمر مؤشر "داو جونز" يزيد على المائة عام، لذا يستخدمه العديد من الباحثين لدراسة عائد الاستثمار الطويل الأجل في الأسهم. وقد بينت دراسات عديدة من هذا النوع أجريت على أسعار أسهم بورصة نيويورك ممثلة بمؤشر "داو جونز" منذ بدايته حتى نهاية الثمانينات بأن مردود الاستثمار في هذه السوق يقارب في خلال هذه الفترة وسطياً 10% سنوياً.

المؤشرات الخاصة:

تستخدم في بعض الأسواق مؤشرات أسهم خاصة بقطاع صناعي معين. نورد منها على سبيل المثال:

- مؤشر شركات مناجم الذهب الصادر عن جريدة الفاينانشال تايمز البريطانية.
- مؤشر شركات مناجم المعادن.
- مؤشر ميكروبال للسلع والموارد الطبيعية.
- بالإضافة إلى مؤشرات الأسهم التي شرحناها أعلاه، هناك مؤشرات خاصة بالسندات BOND INDEXES نذكر منها المؤشرات الصادرة عن الشركة الأمريكية "سالمون براذرز".

هذا وتجدر الإشارة إلى أن ارتفاع قيمة مؤشر في سوق أسهم أو انخفاضه لا يعني بأن جميع أسهم السوق قد ارتفعت أو انخفضت، بل إنه في حالة ارتفاع المؤشر مثلاً، يكون عدد الأسهم التي ارتفع سعرها أكبر من عدد الأسهم التي انخفض سعرها.

ملاحظة:

تعطي وسائل الإعلام عادة مع قيم المؤشرات نسبة الأسهم المرتفعة إلى المنخفضة، كأن تبين مثلاً أن عدد الأسهم التي ارتفعت فاق عدد الأسهم التي انخفضت بنسبة اثنين إلى واحد مثلاً، أما في حالات انهيار الأسواق فيمكن أن نتوقع انخفاض جميع أسهم الشركات المسجلة في السوق بدون استثناء.

الفصل الخامس

كيف تشتري الأسهم وكيف تبيعها

(تطبيقات عملية)

الاستثمار في الأسهم INVESTMENT IN COMMEN STOCKS :

عندما يشتري مستثمر أسهماً في شركة مساهمة يصبح شريكاً في ملكيتها، وملكيته لهذه الأسهم تعطيه الحق بالمشاركة في التصويت على أمور ومواضيع مهمة تتعلق بمصير الشركة، كانتخاب مجلس الإدارة، وتحديد مقدار الربع النقدي C ASH DIVIDEND الذي يمكن أن توزعه الشركة على مساهميها من أرباحها، والالتحام MERGER مع شركة أخرى لتشكيل شركة واحدة جديدة، وغيرها من المواضيع المهمة.

يتلقى المستثمر لدى شراء كمية من أسهم أي شركة شهادة تثبت هذه الملكية. يحمل الوجه الأول من الشهادة:

- اسم الشركة التي أصدرت هذه الأسهم.
- اسم مالك الأسهم.
- عدد الأسهم التي تمثلها هذه الشهادة.
- القيمة الاسمية للسهم الواحد PAR VALUT ، وغيرها من المعلومات.

أما ظهر الشهادة فيشبه الاستمارة، وهي تستخدم لدى بيع الأسهم المسجلة بالشهادة. ففي هذه الحالة يتم تسجيل اسم المالك الجديد على ظهر الشهادة ويوقعها المالك السابق، ويرسلها إلى سمسار المشتري الجديد. إن عملية نقل الملكية هذه تحتاج إلى وقت طويل قد يدوم أسابيع.

كيفية شراء الأسهم وبيعها:

يتم شراء الأسهم وبيعها في بورصات خاصة بالأسهم كبورصة نيويورك في "وول ستريت" وبورصة هونغ كونغ وفرانكفورت ولندن.

هناك في كل بورصة شركات تسمى بلغة البورصة: "صانعي السوق" MARKET MAKER . تقوم هذه الشركات بشراء الأسهم من المستثمرين الذين يودون بيعها، وبيع الأسهم للمستثمرين الذين يرغبون بشرائها، والفرق بين سعري البيع والشراء هو ربح "صانعي السوق".

يسمى سعر شراء هذه الشركات للأسهم سعر العرض BID PRICE، ويسمى سعر بيع هذه الشركات للأسهم بسعر الطلب ASK PRICE. فعندما يسأل مستثمر عن سعر سهم أي شركة في البورصة، آنذاك يتلقى السعرين المذكورين أعلاه، أي سعر العرض، وسعر الطلب لسهم هذه الشركة في البورصة في لحظة السؤال، كما يظهران على شاشة الكمبيوتر، كأن يقال بأن سعر سهم شركة إكس 8 / 201 دولاراً – 8 / 203 دولاراً. إن السعر الأقل هو طبعاً سعر العرض، والسعر الأعلى هو سعر الطلب. يسمى الفرق بين السعرين بلغة البورصة SPREAL .

يتوقف حجم هذا الفرق بين السعرين على العوامل التالية:

- عدد صانعي السوق الذين يتعاملون بسهم الشركة المراد بيع أو شراء سهمها. يشترك عادة عدد من "صانعي السوق" ببيع أسهم الشركات الضخمة أو شرائها، لأن عدد أسهمها المتداولة OUTSANDING STOCKS كبير جداً، فعدد أسهم شركة "آي بي إم" العملاقة مثلاً يزيد على المليار. وهذه الأسهم هي في ملكية مئات من مؤسسات الاستثمار، وصناديق التقاعد، وملايين المستثمرين الأفراد المنتشرين في جميع

أنحاء العالم. لذا يلاحظ بأن حجم VOLUME أسهم "آي بي إم" المتداولة في كل يوم في بورصة نيويورك قد يصل إلى عدة ملايين سهم. لذا يتطلب التغلب على مثل هذه الكميات من الأسهم المراد بيعها وشرائها وجود أكثر من "صانع سوق". وكلما زاد عدد "صانعي السوق" الذين يتعاملون TRADE لسهم من الأسهم، كلما زادت المنافسة بينهم، وكلما صغر الفرق بين سعر العرض وسعر الطلب.

- عدد الأسهم التي يود المستثمر شرائها أو بيعها، أي حجم الصفقة أو العملية الواحدة TRANSACTION. فإذا أراد مستثمر شراء مائة سهم من أسهم شركة ما، يكون سعر الطلب أعلى من السعر الذي يطلب منه لو أراد شراء ألف سهم، أو عشرة آلاف سهم.

أنواع الأسهم التي تلزمك معرفتها عند الاستثمار STOCK CATEGORIES:

هناك طرق عديدة لتقسيم الأسهم إلى فئات، يمكن مثلاً تقسيم أسهم الشركات طبقاً للقيمة السوقية MARKET CAPTTALISATION إلى الفئات التالية:

- أسهم الشركات الصغيرة SMALL CAP. COMPANIES .
- أسهم الشركات المتوسطة MEDIUM CAP. COMPANIES .
- أسهم الشركات الضخمة BIG CAP. COMPANIES .

كما يمكن تقسيم أسهم الشركات إلى مجموعات طبقاً لحقول فعاليات الشركات مثال ذلك:

- أسهم شركات التكنولوجيا العالمية.

- أسهم شركات البترول وخدماتها.
- أسهم شركات الاتصالات.
- أسهم شركات إنتاج الأدوية وتوزيعها.

أما السيد بيتر لينش PETER LYNCH المدير السابق لصندوق ماجلان للأسهم الذي يمثل أكبر صندوق استثمار مشترك في العالم، فقد قسم الأسهم في كتابه ONE UP ON WALL STREET إلى ست فئات هي:

- أسهم شركات النمو البطيء SLOW GROWTH COMPANIES.
- أسهم شركات النمو المتوسط MEDIUM GROWTH COMPANIES.
- أسهم شركات النمو السريع FAST GROWTH COMPANIES .
- أسهم الشركات الدورية CYCLICAL COMPANIES .
- أسهم شركات ما يسمى باللغة الإنكليزية SPECIAL SITUATION COMPANIES. أي شركات الحالات الخاصة.
- أسهم شركات الأصول المخفية HIDDEN ASSETS COMPANIES.

إن الفئات الست المذكورة أعلاه تغطي القسم الأعظم من أسهم الشركات. نشرح فيما يلي مميزات كل فئة على حدة، مع تبيان أهم النقاط التي يستحسن أن ينتبه إليها أي مستثمر لدى شراء أسهم كل فئة من هذه الفئات.

أ- أسهم شركات النمو البطيء:

وهذه الشركات هي شركات ضخمة وقديمة، يمكن أن يكون مضى على تأسيسها عشرات السنين. تنمو هذه الشركات وتتوسع ببطء حيث يمكن أن يزداد كسبها 2 – 4%.

إن غالبية هذه الشركات انطلقت في السابق كشركات صغيرة ناشئة ذات نسبة نمو سريعة FAST GROWTH، حيث نمت الشركة وترعرعت عبر السنين حتى وصلت إلى درجة من الضخامة يصعب معها مواصلة النمو السريع، بسبب وصول السوق لدرجة الإشباع، وعدم توفر إمكانيات التوسع في الأسواق، التي كانت متوفرة سابقاً مما ينتج عنه تباطؤ شديد في سرعة النمو.

تتميز غالبية شركات النمو البطيء بصرفها ربعاً نقدياً CASH DEVIDEND مرتفعاً سنوياً، الأمر الذي يجعلها محبوبة لدى المستثمرين، من كبار السن الذين يحتاجون لدخل ثابت إضافي، يدعمون به مرتباتهم التقاعدية.

والآن ما هي النقاط التي يجب أن ينتبه إليها المستثمر قبل شرائه أسهم شركات النمو البطيء؟

قلنا بأن الميزة الرئيسة لهذه الشركات تتمثل بدفعها ربعاً سنوياً مرتفعاً. لذا يجب على المستثمر أثناء دراسة وتحليل الشركة الانتباه إلى ما يلي:

- ✓ هل قامت الشركة منذ تأسيسها حتى الآن بدفع ربع سنوي باستمرار أو أنها توقفت عن الدفع في بعض السنين؟
- ✓ ما نسبة الربع الموزع إلى سعر السهم؟ وهو ما يسمى بالإنكليزية YIELD أي ما يمكن ترجمته بالعائد؟

- ✓ هل تقوم الشركة بانتظام بزيادة الريع كل عام؟
- ✓ ما هي نسبة الريع الموزع إلى كسب EARNING الشركة؟ تـوزع الشركات عادة جزءاً من كسبها كريع، وتحتفظ بالجزء المتبقي للتوسع وتغطية حاجتها من السيولة في الأوضاع الاقتصادية الصعبة.
فإذا قامت الشركة بتوزيع كامل كسبها أو جـزء كبيـر منـه كريع، آنذاك، يمكن أن تضطر هذه الشركة فـي المسـتقبل لتخفـيض الريع، أو حتى إيقافه إذا تعرضت لأوضاع اقتصادية صعبة خفضـت من دخلها.

ب- فئة أسهم شركات النمو المتوسط:

إن هذه الشركات هي أيضاً شركات ضخمة ومسنة، مثل شركات النمو البطيء، إنما تختلف عن تلك بأن الأسواق التي تنشط فيها هذه الشركات لم تبلغ بعد حد الإشباع، مما يسمح لها بمتابعة نموها، بالرغم من وصولها لدرجة كبيرة من الضخامة. مثال ذلك شركات صناعة الأدوية، وشركات المواد الاستهلاكية، وشركات صناعة المواد الغازية، وغيرها.

إن درجة نمو هذه الشركات تتراوح بين 10 إلى 12% سنوياً، وتتوسع هذه الشركات وتنمو بطرق عديدة. نورد فيما يلي أهمها:

– إنتاج منتجات جديدة باستمرار كشركات الأدوية التي تقوم بأبحـاث واسعة ومستمرة لتطوير أدوية حديثة، لمكافحة العديد من الأمـراض التـي لا زالت مستعصية. تزيد الأدوية الجديدة التي تطرحها هذه الشركات في الأسواق العالمية من مبيعاتها وكسبها.

– زيادة مبيعات الشركات لمنتجات قديمة عن طريق حملات دعاية مكثفة، مما يؤدي إلى زيادة نصيب الشركة من أسواقها المحلية أو الخارجية MARKET SHARE على حساب شركات منافسة أخرى.

– زيادة مبيعات الشركات عن طريق فتح أسواق جديدة لها في الخارج فشركة فولكس فاجن الألمانية لصناعة السيارات مثلاً توسعت خلال العقد الفائت بإنشاء معامل لها خارج ألمانيا، في الولايات المتحدة الأمريكية، والبرازيل، لتغطية حاجة هذه الأسواق من سياراتها، مما أدى إلى نمو الشركة وزيادة كسبها. والشركات اليابانية، كشركة "تويوتا" و "هوندا" و "ميتسوبيشي" و "مازدا" و "نيسان" و "سوزوكي" وغيرها أنشأت عدداً كبيراً من المصانع لإنتاج السيارات وقطع الغيار اللازمة لها في أنحاء عديدة من العالم، كالصين، وأمريكا، وتركيا، ومصر، ودول شرق آسيا، وغيرها.

– تتوسع بعض الشركات بشراء شركات أخرى مثال ذلك: شراء شركة "آي بي إم" في عام 1995 لشركة "لوتس" لبرامج الحاسب الآلي، مما زاد من كسب شركة "آي بي إم"، ورفع من حجم مبيعاتها بسبب منتجات شركة "لوتس" الناجحة، والتي استطاعت شركة آي بي إم عن طريقها دخول مجال الإنترنت، وبسبب العولمة وفتح الأسواق على بعضها بعضاً تستطيع الآن شركات أوروبية شراء شركات أمريكية، والعكس صحيح، لفتح أسواق جديدة لمنتجات الشركات. تقوم بعض الشركات أحياناً بشراء بعض الشركات ذات فعاليات تختلف عن فعالياتها وذلك بغية التوسع السريع والتنويع.

إن التوسع عن طريق شراء شركة أخرى أمر محفوف بالمخاطر، لأن هذا النمو المفاجئ قد ينتج عنه مشكلات إدارية MANAGEMENT PROBLEMS وخاصة إذا كان مجال عمل الشركتين مختلفاً، فحل هذه

المشكلات يتطلب من إدارة الشركة الجديدة مهارة فائقة، وإلا تعرضت الصفقة للإخفاق، وأدى التوسع إلى انخفاض ربحية الشركة بدلاً من زيادتها. مثال ذلك، شراء شركة "آي تي آند تي" AT & T الأمريكية العملاقة للاتصالات لشـركة "إن سي آر" NCR للحاسب الآلي في الثمانينات. فقد انعكست هذه الصفقة سلبياً على كسب شركة "إي تي آند تي" التي اشتهرت بحسن إدارتها بالرغم من محاولات الإدارة الجديدة والمستمرة لأمد بعيد لحل مشكلات شركة "إن سي آر" مما أجبر شركة "آي تي آند تي" في نهاية المطاف إلى فصل شركة "إن سي آر" عنها وبيعها في عام 1997 أسهماً للمستثمرين.

– هناك طريقة أخرى للتوسع المفاجئ ظهرت بقـوة فـي الثمانينـات وازدادت انتشاراً في التسعينات، ألا وهي اندماج MERGER شـركتين مـع بعضهما بعضاً لتشكيل شركة واحدة. مثال ذلك اندماج شركة "بوينغ" العملاقـة لصناعة الطائرات المدنية في عام 1997 مع شـركة "ماكدونالـد دوكـلاس" العملاقة أيضاً في صناعة الطائرات الحربية والمدنية، لتشـكيل أكبـر شـركة صناعة طائرات في العالم.

والآن: ما هي النقاط التي يجب أن يعيرها أي مستثمر اهتمامـه قبـل شراء أسهم أي شركة؟

1– التأكد من سرعة نمو الشركة خلال السنين الماضـية، وفيمـا إذا كانت الشركة مستمرة بشكل منتظم في النمو أم أن نموها يتذبـذب ليـنخفض أحياناً؟.

2– يجب التأكد من أن سعر سهم الشركة المراد شرائه غيـر مرتفـع بالنسبة إلى السوق، أو بالنسبة إلى أسعار أسهم شركات أخرى مشابهة من الفئة

ذاتها، وذلك بدراسة مؤشر P /E (أي سعر السهم مقسوماً على كسب الشـركة بالنسبة إلى السهم الواحد أثناء العام الفائت).

تتراوح قيمة هذا المؤشر بالنسبة إلى شركات النمو المتوسط من 10 إلى 14، ويعتبر سعر السهم منخفضاً إذا كانت قيمة المؤشر للشركة المعنيـة أقل من 10، ومرتفعاً إذا كانت قيمة هذا المؤشر أكثر من 14.

3- يجب التعرف على مدى تأثر ربحية الشركة المراد شراء أسـهمها أثناء فترات الركود. تعد أسهم شركات الصناعات الدوائية والغذائيـة مقاومـة للركود RECESSION RESISTANT ، أي أنها لا تتأثر كثيراً خلال هذه الفترات، بعكس شركات صناعة السيارات التي تنخفض أسعار أسـهمها بشـدة فائقة خلال فترات الركود الاقتصادي.

4- يُستحسن التأكد من أن الشركة لا تتوسع عن طريق شراء شركات من حقول إنتاجية مختلفة عن حقل إنتاجها، لما لذلك من محاذير نوهنا عنها.

ج- أسهم شركات النمو السريع:

تشتمل هذه الفئة على شركات تتوسع بسرعة حيث تـزداد مبيعاتهـا، ويرتفع كسبها بحدود 20 إلى 25% سنوياً، هناك نوعان من شـركات النمـو السريع هما:

1. شركات صغيرة ناشئة تنطلق بإنتاج سلعة أو مُنتج جديد. وتحقق نجاحاً فتتوسع بهذا الإنتاج على مستوى وطني، ثم دولي، وتـزداد مبيعاتهـا، وبالتالي كسبها بسرعة. مثال ذلك شركات التكنولوجيا العالية HIGH TECHNOLOGY كشـركة "مايكروسـوفت" MICROSOFT

لإنتاج برامج الحاسبات الشخصية وشركات الإنترنت INTERNET ، كشركة "نتسكيب" NETZCAPE ، وشـركات الهندسـة الوراثيـة GENES ENGINEERING التي تحاول عـن طريـق الأبحـاث تطوير أدوية جديدة مبنية على هندسة الجينات، لمكافحة العديـد مـن الأمراض المستعصية، وخاصة الوراثية منها.

2. شركات كبيرة ومسنة تتوسع باتباعها وسائل حديثة لتسويق منتجاتهـا، مما ينتج عنه زيادة مبيعاتها على حساب شـركات منافسـة أخـرى، فالشركات اليابانية مثلاً لصناعة السيارات استطاعت فـي الثمانينـات التوسع في أمريكا، وزيادة مبيعاتها على حسـاب شـركات صـناعة السيارات الأمريكية "جنرال موتورز" و "فـورد" و "كرايزلـر" وذلـك بطرحها نماذج (موديلات) جديدة سنوياً في الأسواق، واتباعها طرقـاً متقدمة في خدمة زبائنها. ومثال آخر يتمثـل بشـركة "برغـر كنـغ" الأمريكية للوجبات السريعة التي استطاعت التوسع على حساب شركات مشابهة أخرى كشركة "ماكدونالد". كما واستطاعت شـركة "كومبـاك" للحاسبات الشخصية عن طريق تصـاميم ومنتجـات جديـدة التوسـع بسرعة، لتصبح أكبر شركة حاسبات شخصية في العالم.

إذا أردنا الاستثمار في أسهم شركات النمو السريع ما هي النقاط التي يجـب الانتباه إليها؟

✓ يجب الانتباه بالنسبة إلى شركات النمو الصغيرة، وهي في بداية طريقهـا إلى قوتها المالية. لأن بعض هذه الشركات الصغيرة تحاول التوسع بسرعة كبيرة جداً. وذلك عن طريق اقتراض كميات كبيرة من المال. قـد تُثقـل

كاهلها بالديون. وتعرضها لخطر الإفلاس في حالة تعثر توسعها لسبب من الأسباب.

- ✓ يجب التأكد من أن سعر السهم غير مغالٍ به، ويمكن الاستعانة بمؤشر P/E الخاص بسهم الشركة، للتعرف على ذلك، والذي يمكن أن يتراوح بين 14 إلى 20. وبشكل عام يجب ألا تزيد قيمة هذا المؤشر بالنسبة إلى سهم الشركة المراد الاستثمار فيها عن نسبة نمو هذه الشركة. فإذا كانت الشركة تنمو بنسبة 25% سنوياً، فينبغي ألا يزيد مؤشر P/E عن هذه القيمة، وإلا أصبح سعر السهم مغالاً به.
- ✓ يجب التأكد من أن كسب الشركة ينمو منذ سنين طويلة بالسرعة ذاتها، وبشكل منتظم، وأن هذا النمو لا يتذبذب FLACTUATE من عام إلى عام.
- ✓ يجب أن نمعن النظر في حقل عمل الشركة، للتأكد من أنه لا زال هناك مجال لمتابعة الشركة نموها. إذا انطلقت الشركة بإنتاج هواتف جوالة مثلاً، وإنه حالياً جزء صغير من السكان يملك مثل هذا الهاتف، لذا يمكن القول بأن إمكانية ازدياد مبيعات الشركة متوفرة مستقبلاً، لأن استخدام الهاتف الجوال أخذ بالانتشار، وأن العديد من الناس ستقتني سنوياً هذا الجهاز، مما سيمكن الشركة من زيادة مبيعاتها، وبالتالي كسبها، الأمر الذي سينتج عنه استمرار نمو الشركة بسرعة.
- ✓ يجب دراسة سرعة نمو الشركة لتحديد فيما إذا كان هذا النمو يتسارع أو يتباطأ، فإذا افتتحت شركة "ماكدونالد" في سنتها الأولى 500 مطعماً جديداً في أمريكا، وسائر دول العالم، وازداد هذا العدد في السنة الثانية إلى 1200، وفي الثالثة إلى 1500، يمكن آنذاك القول بأن نمو الشركة

يتسارع. أما إذا حدث العكس فهناك احتمال شديد بأن تفقد الشركة خـــلال سنوات قليلة ديناميكيتها، وأن تنقلب إلى شركة نمو متوسط أو حتى بطيء.

د- أسهم الشركات الدورية:

يمر الاقتصاد في الدول الصناعية، كما هو معروف، بـــدورات نمـــو وركود CYCLES، والشركات الدورية هي شركات يتغير نموها مع دورة الاقتصاد، أي تنمو الشركة وتزداد مبيعاتها ومكاسبها في فترات ازدهـــار اقتصاد البلد، وتتوقف عن النمو أو حتى تتراجع وتتكمش في فترات الركـــود. تشمل هذه الفئة على:

- شركات صناعة السيارات ولوازمها.
- شركات صناعة المواد الكيميائية.
- شركات صناعة المعادن والفولاذ.
- شركات البناء.
- شركات صناعة الورق ومنتجات الغابات.
- شركات الطيران.
- شركات صناعة الطائرات.

ترتفع أسعار أسهم هذه الشركات بشدة خلال فترات الازدهار لتنخفض بشـــدة فـــي فترات الركود. لذا يتوقف نجاح الاستثمار في أسهم هذا النوع من الشـــركات علـــى التوقيت الصحيح للشراء TIMING ، فخلال الركود الذي ضرب الاقتصاد الأمريكي خلال فترة 1990 – 1991 انخفض سعر سهم شركة "كرايزلر" مثلاً إلى 9 دولارات، ليرتفع خلال فترة الازدهار التي تلت هذا الركود واستمرت حتى نهاية عـــام 1999 إلى ما يقارب 50 دولاراً للسهم الواحد.

أما النقاط التي يجب أخذها بعين الاعتبار لدى الاستثمار في أسهم الشركات الدورية فأهمها:

- ✓ يجب على المستثمر أن يبذل قصارى جهده للتعرف على بداية الدورة الاقتصادية للتمكن من شراء أسهم الشركات الدورية، وهي في أخفض مستوى، وهو أمر ليس بالسهل، ويتطلب دراسة مستفيضة، وبحثاً واسعاً وحظاً كبيراً.
- ✓ يستحسن الانتباه إلى كميات مخزون INVENTORIES الشركة الدورية المراد الاستثمار في سهمها، كوسيلة لتحديد الوقت المناسب للاستثمار. فعندما تبدأ السيارات الجديدة بالتراكم في مستودعات شركة "جنرال موتورز" مثلاً، يمكن القول بأن مبيعات الشركة بدأت بالانخفاض، الأمر الذي يمكن أن يكون مؤشراً لبداية الركود بالنسبة إلى صناعة السيارات.
- ✓ يجب أن يقوم المستثمر بدراسة ميزانية الشركة التي يود شراء سهمها BALANCE SHEET للتعرف على كمية الأموال النقدية التي جمعتها الشركة أثناء فترة الازدهار. إن توفر السيولة العالية لدى الشركة يسمح لها بتخطي صعوبات فترة الركود التي تلي فترة الازدهار والاستمرار في توزيع ربح مرتفع، الأمر الذي يقلل من انخفاض سعر سهم الشركة أثناء الأوقات الصعبة.

هـ- أسهم شركات الحالات الخاصة:

إن هذه الشركات تمر بأزمات، يمكن تسميتها أوضاعاً أو حالات خاصة، تؤدي إلى انخفاض في مبيعاتها واختفاء ربحيتها، أو حتى تعرضها

لخسارات كبيرة، نتيجة لسوء إدارة أو أسباب أخرى. ينتهي جزء كبير من هذه الشركات إلى إفلاس، وجزء صغير منها يعود بعد إجراءات تتخذها إدارة الشركة إلى الربحية. لذا يطلق أيضاً على هذه الفئة من الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية بالإنكليزية اسم TURNAROUND ، أي شركات الرجوع إلى الربحية، أحسن مثال لهذه الفئة شركة "كرايزلر" لصناعة السيارات التي عانت في الثمانينات من مشكلات مالية دفعتها لحافة الإفلاس، حتى انخفض سعر سهمها إلى دولار ونصف. بما أن هذه الشركة من كبار الشركات الأمريكية وبما أن إفلاسها سيعرض آلاف العمال لفقدان عملهم، لذا تدخلت الحكومة الأمريكية في حينه لإنقاذ الشركة، وقدمت ضمانات مكنت الشركة من الاستقراض من البنوك، ومعالجة مشكلاتها المالية، الأمر الذي نتج عنه استعادة الشركة لصحتها، وبدئها لتحقيق أرباح بدلاً من الخسارة، مما نتج عنه ارتفاع تدريجي لسعر سهمها، حتى وصل في عام 1986 إلى 80 دولاراً.

هناك سبل عديدة يمكن أن تتبعها إدارة أية شركة من الشركات التي تتعرض لأزمات خطيرة قد تؤدي للقضاء عليها نسرد فيما أهمها:

أولاً: إعادة الهيكلة

تقوم إعادة هيكلة شركة بالدرجة الأولى على التخلص من أية فروع SUBSIDARIES تابعة للشركة، وتشكل عبئاً عليها، لأنها غير مربحة NOT PROFITABLE، وخاصة تلك الفروع التي تبتعد فعالياتها عن فعاليات الشركة الأم الأصلية، الأمر الذي يتيح للشركة الأم إمكانية التركيز على المنتجات المربحة، والذي ينتج عنه تحسن كسبها وعودتها للربحية.

ثانياً: تخفيض التكلفة

عندما استلم السيد جرستنر إدارة شركة "آي بي إم" عام 1993، والتي تكبدت خسارات جسيمة، لأسباب عديدة أهمها: تقلص مبيعاتها من الحاسبات الضخمة MAINFRAME COMPUTERS ، قام بتقليص حجم الشركة على مستوى العالم، وتخفيض العمالة من أكثر من 400000 فرداً إلى ما يقارب 220000 فرداً، وإعادة النظر بتصميم الحاسبات الضخمة، وأدخل عليها تحسينات أدت إلى رفع مردودها، وخفض تكاليف تشغيلها وصيانتها، الأمر الذي نتج عنه تحسن مبيعات الشركة من هذا النوع من الحاسبات، بالإضافة إلى ذلك أدى تخفيض مستوى العمالة إلى النصف إلى تخفيض هائل بالتكاليف، مما نتج عنه انخفاض الخسارات ثم تحقيق أرباح.

ثالثاً: طرح منتجات جديدة في الأسواق

استلم السيد استيف جوب STEVE JOB إدارة شركة "آبل" للحاسبات APPLEفي عام 1997، والتي كانت تعاني لسنوات عديدة من مشكلات مالية، بسبب انحسار مبيعاتها من الحاسبات الشخصية، مما أدى خلال سنوات إلى انخفاض سعر سهمها من 60 دولاراً إلى 8 دولارات. فكان أول إجراء اتخذه السيد جوب، الذي ساهم في الماضي بتأسيس شركة "آبل"، خفض التكاليف طبقاً لما ذكرناه في الفقرة السابقة، ثم طور جهاز الحاسب من طراز "ماكنتوش" وأعطاه مواصفات عالية حازت على إعجاب المستهلكين، وخاصة أولئك الذين كانوا يستخدمون جهاز "ماكنتوش" القديم، الأمر الذي نتج عنه بدء تحسن سعر سهم شركة "آبل" حتى وصل في منتصف عام 1998 إلى مستواه السابق أي ما يقارب 60 دولاراً.

والآن ما هي النقاط التي يجب أن يعيرها المستثمر انتباهه قبل أن يقرر شراء أسهم أية شركة من شركات الحالات الخاصة؟

بما أن الشركة تتعرض لأزمة مالية، لذا لا بد من دراسة ميزانيتها للتأكد من أن الشركة يمكن أن تتغلب على هذه الأزمة، ويستحسن الانتباه لدى الاطلاع على الميزانية إلى النقاط التالية:

- ✓ كيفية السيولة النقدية المتوفرة لدى الشركة LIQUIDTTY .
- ✓ كمية الديون المترتبة على الشركة ونوعية هذه الديون.

وكما نعلم هناك أنواع مختلفة من الديون، منها:

أ- ديون بنكية قصيرة الأجل SHORT TERM BANK DEBTS، وهي ديون خطيرة جداً يجب على الشركة تسديدها في موعد محدد وقريب، وعدم التسديد قد يعرض الشركة للإفلاس BANKRUPTCY.

ب- وهناك ديون طويلة الأجل LONG TERM DEBTS تتمثل بسندات باعتها الشركة، والتي تستحق مثلاً بعد عشر سنوات أو عشرين سنة. هذه الديون غير خطرة، لأن مالك السند لا يستطيع طلب المبلغ قبل استحقاق السند.

- ✓ دراسة وضع إدارة MANAGEMENT الشركة، وهل تم بسبب الأزمة استبدال المدير بآخر لديه خبرة في إرجاع الشركات إلى الربحية، كما حدث بشركة "أي بي إم" التي استلم إدارتها، كما ذكرنا أعلاه، السيد جرستنر الذي سبق وعالج مشكلات شركات عديدة بالماضي وأعادها إلى الربحية.

✓ يجب على المستثمر التعرف على الخطة التي وضعتها الإدارة لمجابهة الأزمة والتغلب عليها، وهل هذه الخطة تحاول معالجة أسباب الأزمة بشكل صحيح عن طريقة تخفيض التكاليف مثلاً، أو دعم الأبحاث لطرح منتجات جديدة، أو إعادة البنية وغيرها.

و- أسهم شركات الأصول المخفية:

وهي شركات تمتلك أصولاً لا يعلم بها عامة المستثمرين، ومسجلة في دفاترها مثلاً بسعر الشراء قبل عشرات السنين. وغالبية هذه الأصول عبارة عن عقارات REAL STATE ، بما أن هذه الأصول غير معروفة، لذا لا تكون مأخوذة بعين الاعتبار في سعر سهم الشركة في البورصة. مثال ذلك شركة PEBBLE NEACH التي كان سعر سهمها في عام 1976 في السوق ما يقارب خمسة عشر دولاراً. بما أن لدى الشركة 1.7 مليون سهماً في التداول لذا تكون قيمة هذه الشركة السوقية MARDET VALUE أقل من خمسة وعشرين مليوناً. من جملة أصول هذه الشركة أراضٍ في ولاية فلوريدا مساحتها 270 ACRES تشمل على فندق وملعبي جولف.

في عام 1979 اشترت شركة - TWENTIETH CENTURY POX هذه الشركة، ودفعت بالسهم ما يزيد على 42 دولاراً، أي 72 مليون تقريباً. لأن الشركة اكتشفت بأن لدى شركة "بيل بيتش" أصول مخفية عديدة، بالدرجة الأولى أراضٍ وعقارات قيمتها أكثر من القيمة السوقية للشركة. باعت الشركة بعد الشراء أحد العقارات بقيمة 30 مليوناً.

السماسرة BROKERS:

لكي يشتري مستثمر فرد INDIVIDUAL INVESTOR أسهماً أو يبيعها. لا بد له من التعامل مع شركة سمسرة مسجلة في البورصة التي سجل

فيها سهم هذه الشركة. هناك فئتان من شركات السمسرة يختلفان عن بعضهما بعضاً بشدة، بالنسبة إلى نوعية الخدمات التي يقدمانها للمستثمرين، وبالتالي بالنسبة أيضاً العمولة التي يتقاضانها.

تسمى الفئة الأولى بلغة البورصة DISCOUNT PROKERS، أي فئة سماسرة الخصم، أو بعبارة أخرى فئة السماسرة ذات العملة المخفضة. يقتصر عمل هؤلاء السماسرة على تنفيذ أوامر عملائهم من المستثمرين بشراء الأسهم أو بيعها في أية بورصة، دون تقديم أي نصح أو مشورة للمستثمر.

أما الفئة الثانية فتضم شركات السمسرة الضخمة التي لديها أقسام للأبحاث الاقتصادية، وعدد ضخم من المحللين ANALYSTS الذين يقومون بتحليل أوضاع الشركات في مختلف البورصات في العالم، ودراسة التطورات الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً وأوروبا أو شرق آسيا.

فيما يلي نسرد درجات الجودة التي تمنحها شركة سمسرة في نيويورك لأسهم الشركات التي تتابعها، وشرحاً لمعنى كل درجة:

الدرجة 1: توصية قوية STRONG BUY بشراء سهم الشركة التي حازت على هذه الدرجة، لأن سهم هذه الشركة سيتفوق – حسب توقعات محللي شركة السمسرة – على السوق إذا قيست بمؤشر "داو جونز" بمقدار 15%.

الدرجة 2: توصية بالشراء BUY ، لأن سهم الشركة سيتفوق حسب رأي شركة السمسرة على السوق بمقدار 5 – 15%.

الدرجة 3: توصية بالاحتفاظ بالسهم HOLD . وهذا يعني أن تقييم شركة السمسرة لسهم الشركة معتدل NEUTRAL ، أي أن الشركة لا توصي المستثمر بشراء هذا السهم ولا توصيه ببيعه، إذا سبق واشترى المستثمر كمية

منه. ودرجة معتدل تدل حسب رأي محللي شركة السمسرة على أن سعر سهم الشركة سيتحرك في السوق بمقدار +5 أو –5%.

الدرجة 4: توصية ببيع السهم SELL ، لأن الشركة تتوقع أن يهبط سعر السهم بمقدار 15%.

تتابع شركات السمسرة أوضاع الشركات التي تقيمها باستمرار، وللتعرف في الوقت المناسب على أي تغير في وضع الشركة قد يقتضي تغيير درجة التقييم التي حازت عليها.

هناك نوعان من الحسابات التي يمكن فتحها لدى شركات السمسرة نذكرها فيما يلي:

- ✓ يتم عادة فتح حساب نقدي CASH ACCOUNT من قبل المستثمر، وذلك بتحويل مبلغ لا يقل عن الحد الأدنى الذي تحدده شركة السمسرة لفتح هذا الحساب. وطبقاً لشروط هذا الحساب تسدد قيمة الأسهم التي يشتريها المستثمر عن طريق شركة السمسرة بشكل كامل من حساب المستثمر دون استدانة أي مبلغ من شركة السمسرة.
- ✓ هناك نوع آخر من الحسابات يسمى باللغة الإنكليزية MARGIN ACCOUNT، أي ما يمكن تسميته بحساب استدانة. في هذه الحالة يوقع المستثمر مع شركة السمسرة عقداً يسمى MARGIN AGREEMENT، أي عقد استدانة يعطيه الحق بالاستدانة من الشركة لشراء أسهم من البورصة وتسديد جزء من قيمتها نقداً من حساب المستثمر النقدي، الآخر بالمبالغ المستدانة، تحدد الاتفاقية المذكورة سقفاً للمبالغ الممكن افتراضها حسب ملاءة العميل المالية.

معلومة:

تتقاضى شركة السمسرة طبعاً عن المبالغ المستدانة عمولة تتمشى مع العمولات التي تتقاضاها البنوك التجارية في البلد المعني.

أنواع الأوامر:

يشمل التعامل بالأسهم على مجموعة أوامر مختلفة متعارف عليها في البورصات، يمكن أن يصدرها المستثمر لشركة السمسرة التي يتعامل معها لتنفيذها ونشرحها فيما يلي:

1. أمر السوق **MARKET ORDER** :

طبقاً لهذا الأمر يفوض المستثمر السمسار بشراء كمية محددة من أسهم شركة معينة بسعر السوق الحالي، وهو سعر الطلب الذي يحدده صانع السوق لهذا السهم وقت تنفيذ الأمر. ينطبق ذلك أيضاً على البيع، إنما يكون السعر مساوياً لسعر العرض.

يتصل المشتري مثلاً مع السمسار هاتفياً، ويسأل عن سعر الطلب الحالي لسهم الشركة التي يهتم بها. فإذا تبين له بأن السعر مناسب يصدر للسمسار أمراً بالشراء، آنذاك يقوم السمسار مباشرة بتنفيذ الأمر. بما أن أسعار الأسهم في البورصات في تذبذب بشكل مستمر صعوداً أو هبوطاً، لذا فمن الممكن أن يتم تثبيت الصفقة بسعر يختلف قليلاً عن السعر الذي ذكره السمسار على الهاتف عند اتصال المستثمر.

تسجل جميع المخابرات الهاتفية التي تقوم بين أي سمسار وعملائه على شريط، يمكن فيما بعد الرجوع إليه لحماية الطرفين من أي خطأ أو التباس.

2. أمر يومي DAY ORDER :

يفوض المستثمر السمسار – طبقاً لهذا الأمر – لشراء أو بيع كمية من أسهم شركة معينة طبقاً لسعر محدد، قد يكون بالنسبة إلى الشراء أقل من سعر الطلب ASK PRICE الحالي، وبالنسبة إلى البيع أعلى من سعر العرض BID PRICE الحالي.

3. أمر مفتوح OPEN ORDER GOOD TO CANGEL:

يشبه الأمر المفتوح الأمر اليومي إلا أنه يبقى ساري المفعول لفترة طويلة إلى أن يلغيه المستثمر بأمر إلغاء.

4. أمر إيقاف الخسارة STOP LOSS ORDER :

بعد أن يشتري المستثمر كمية من أسهم شركة معينة، يمكنه إعطاء أمر إيقاف الخسارة للسمسار، للحد من مبلغ الخسارة لدى حدوثها.

فإذا اشترى مستثمر مثلاً 1000 سهم من أسهم شركة "جنرال موتورز" الأمريكية بسعر السهم 52 دولاراً، يمكنه إعطاء أمر إيقاف هذه الخسارة ببيع الأسهم بمجرد انخفاض سعر السهم لهذه الشركة إلى 50 دولاراً. وهذا يعني أن المستثمر بهذا الأمر قد حصر خسارته في السهم الواحد بدولارين. يلاحظ من المثال أن سعر أمر إيقاف الخسارة يكون دائماً تحت سعر التكلفة.

بورصات الأسهم STOCK EXCHANGES :

يتم شراء أسهم الشركات المساهمة أو بيعها في بورصات منتشرة في أنحاء العالم، منها بورصة نيويورك في "وول ستريت" التي تعتبر حالياً أكبر بورصة في العالم، لضخامة عدد الشركات المسجلة فيها، ويرمز لها اختصاراً NYSE أي بورصة نيويورك للأسهم NEW YORK STOCK EXCHANGE، يليها بورصة لندن. هناك أيضاً بورصات في فرانكفورت

وباريس وهونغ وطوكيو وغيرها من البورصات في شرق آسيا وكندا وأوروبا وأمريكا الجنوبية وأستراليا ونيوزيلندا وإفريقية والشرق الأوسط.

معلومة مهمة:

> *هناك في كل بورصة شروط يجب أن تتوفر في أية شركة تود تسجيل سهمها فيها. تتعلق هذه الشروط بحجم الشركة، وعدد أسهمها المتداولة، وعدد المستثمرين الذي يملكون سهم الشركة ودخلها وحجم أصولها.*

التأمين على حساب المستثمر:

ذكرنا أعلاه بأن المستثمر الذي يود شراء الأسهم أو بيعها يجب أن يفتح حساباً لدى إحدى شركات السمسرة المسجلة في هذه البورصة، ويودع في حسابه مبلغاً تحدد كل شركة سمسرة حده الأدنى، والذي قد لا يقل عن 25000 دولاراً، وقد يتجاوز بالنسبة إلى بعض شركات السمسرة مئة ألف دولار.

وبما أن شركات السمسرة مهددة بالإفلاس، كأي شركة في العالم، لذا تم إنشاء شركات تأمين في بعض بورصات العالم للتأمين على شركات السمسرة وبالتالي حماية أموال المستثمرين من الضياع، في حالة تعرض أي شركة سمسرة لخسارة شديدة قد تقضي عليها.

المعلومات التي تنشرها الجرائد عن الأسهم:

تنشر الجرائد المالية، كجريدة "الوول ستريت جورنال" الأمريكية الشهيرة، وجريدة "الفاينتشال تايمز" اللندنية معلومات يومية مفصلة عن أسعار الأسهم في أهم بورصات العالم. تشمل هذه المعلومات على ما يلي:

- اسم الشركة ورمزها في البورصة، فمثلاً رمز سهم شـــركة "جنـــرال موتورز" GM .
- اسم البورصة التي أخذت منها المعلومات المنشورة.
- أعلى سعر لأسهم الشركة وأقلـــه أثنـــاء الأســـابيع الاثنـــين والخمسين الماضية.
- الربع النقدي الذي وزعته الشركة في الربع السابق من العام.
- العائد YIELD ، وهو حاصل قسمة الربع على سعر السهم، معطـــى بشكل نسبة مئوية.
- نسبة سعر السهم إلى كسبه P/E ، وهو مؤشر مهم جداً يعطي فكرة عن مستوى سعر السهم، وعما إذا كان سعر السهم مرتفعاً أكثر من اللازم OVERVALUED ، أو إذا كان سعر السهم منخفضاً أكثر من اللازم UNDERVALUED .
- عدد الأسهم التي تم التعامل بها من أسهم هذه الشركة خلال اليوم.
- أعلى سعر للسهم وأقله أثناء اليوم.
- سعر الإغلاق.
- الفرق بين سعر إغلاق اليوم، وسعر إغلاق الأمس.

وضعيات المستثمر بالأسهم:

لأي مستثمر بالأسهم وضعيتان متناقضتان، فهو إما متفائـــل ويتوقـــع ارتفاع سوق الأسهم، أو متشائم ويتوقع انخفاضها. ويسمى المستثمر المتفائـــل بلغة البورصة، وباللغة الإنكليزية BULL ، ومعناها الحرفي (ثور). ويســـمى المستثمر المتشائم بلغة البورصة BEAR ، ومعناها الحرفي (دب).

هناك خارج بورصة نيويورك في "وول ستريت" نصب حجري يمثل ثور ودب يتصارعان، كإشارة إلى الصراع المرير بين الفئتين في أي بورصة، لأنه في كثير من الحالات يتجادل المتفائلون في السوق مع المتشائمين فيها حول أسعار السوق واتجاهها مستقبلاً.

إن هذا التناقض في الآراء بين هاتين الفئتين في مختلف بورصات العالم يحرك الأسواق، لأن المحللين المتفائلين يوصون بالاستمرار في شراء الأسهم لأن أسعارها – حسب توقعاتهم – ستتابع الارتفاع، في حين يوصي المحللون المتشائمون ببيع الأسهم، لأنها مهددة بالانهيار.

يقال عن المستثمر إذا اشترى أسهماً بأنه في وضعية طويلة LONG POSTTION، أما المستثمر الذي باع الأسهم وحولها إلى نقد بانتظار الهبوط بالأسعار المرتقب، فستسمى وضعيته بالوضعية القصيرة SHORT POSTTION.

يطبق المضاربون المتشائمون استراتيجية خطرة أحياناً تسمى بلغة البورصة STOCK SHORTING أي قصر الأسهم، والتي نشرحها بالمثال التالي:

لنفرض أن مستثمراً يتابع سعر سهم إحدى الشركات، والذي ارتفع حسب رأي المستثمر إلى مستويات غير منطقية، ولا تتمشى مع وضع هذه الشركة، أي أن المستثمر يعتقد بأن القيمة الفعلية للسهم تقل بكثير عن قيمته الحالية في الأسواق، وأن هذا السهم مرشح لهبوط شديد. لذا يقرر هذا المستثمر أن يقصر هذا السهم TO SHORT THE STOCK بإعطاء تعليمات لشركة

السمسرة بأن تستعير BORROW 1000 سهماً مثلاً من أسهم هذه الشركة الموجودة في حوزتها، وأن تبيعها في السوق بالسعر الحالي المرتفع نسبياً، والذي يبلغ مثلاً 35 دولاراً، يدفع هذا المستثمر طبعاً مبلغاً زهيداً نسبياً لقاء هذه الاستعارة، فإذا كانت توقعات هذا المستثمر صحيحة وانخفض سعر السهم إلى 20 دولاراً مثلاً، آنذاك يعطي المستثمر أمراً إلى شركة السمسرة بإغلاق الصفقة TO CLOSE HIS POSTTION ، وشراء 1000 سهماً من أسهم هذه الشركة، بسعر السهم 20 دولاراً، وردها للحساب الذي استعيرت منه. بهذا يكون المستثمر قد حقق ربحاً قدره 15 دولاراً في السهم الواحد و1500 دولاراً في العملية. إذا غضضنا النظر عن العمولات التي يدفعها هذا المستثمر لشركة السمسرة، كعمولة الاستعارة وأجورها، والتي قد لا تساوي بمجملها 1.5%. أما إذا كان حظ هذا المستثمر سيئاً. وكانت توقعاته خاطئة، وارتفع سعر سهم الشركة في السوق بدلاً من الانخفاض، ووصل إلى 50 دولار مثلاً، آنذاك يضطر هذا المستثمر المغامر لشراء الأسهم من السوق بالسعر المرتفع لردها لصاحبها. في هذه الحالة يكون المستثمر قد خسر في السهم الواحد 15 دولاراً وبالعملية 15000 دولاراً مضافاً إليه بقية التكاليف. وهذا يظهر أيضاً وبصورة واضحة صحة المثل القائل: "الغرم على قدر الغنم"، وأن لكل مسكوكة وجهين.

متى نشتري الأسهم؟ ومتى نبيعها؟ MARDET TIMING

إن الإجابة على هذين السؤالين أمر مهم جداً، وتؤثر على عائد الاستثمار. وهذه الإجابة لا تقل أهمية عن الإجابة على سؤال: أية أسهم يشتري؟

هناك في الحقيقة استراتيجيتان رئيستان يمكن أن يتبعهما المستثمرون هما:

1. **الطريقة الهادئة**: وتقوم على شراء محفظة أسهم STOCK PORTFOLIO والاحتفاظ بها نسبياً دون أي تعديل لمدة قد تصل إلى 5 أو 7 سنوات ثم بيعها. يطلق على هذه الطريقة بالإنكليزية التعبير BUY & HOLD . في هذه الحالة لا يحتاج المستثمر لمتابعة أسعار الأسهم الداخلة في تركيب المحفظة لبيع بعضها، واستبدالها بأسهم أخرى.

2. **الطريقة الديناميكية**: والتي هي أكثر تعقيداً، حيث يقوم المستثمر طبقاً لها بشراء الأسهم في أوقات مناسبة حسب شروط وتعليمات معينة، ويقوم خلال فترة الاستثمار ببيع بعض هذه الأسهم في أوقات مختارة، واستبدالها بأخرى أيضاً طبقاً لشروط وتعليمات محددة.

والسؤال الذي يجب طرحه الآن هو "أي الطريقتين المذكورتين أعلاه تحقق عائداً استثمارياً أعلى؟ وبغية الإجابة على هذا السؤال أجريت أبحاث في الولايات المتحدة الأمريكية، قامت على مقارنة عائد ثلاث محافظ أسهم مع عائد مؤشر "ستاندرد وبور 500"، خلال فترة استثمار طويلة نسبياً بلغت 12 عاماً.

إن نتائج هذا البحث العلمي تدل بصورة لا تقبل الشك على تفوق الاستراتيجية الديناميكية المذكورة أعلاه على استراتيجية شراء الأسهم، والنوم عليها، كما يقال، دون إدخال التعديلات على تركيب محفظة الأسهم بالوقت المناسب، وبشكل يراعي تطور السوق.

هناك في الحقيقة عدد ضخم من الوسائل يستخدمها المحللون الاقتصاديون ومديرو صناديق الاستثمار المشتركة MUTUAL FUNDS ، وصناديق التقاعد PENSION FUNDS ، ومؤسسات الأبحاث في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا واليابان وبقية دول العالم، تقسم هذه الوسائل إلى فئتين هما:

- الفئة الأولى: وتشمل جميع وسائل التحليل والتنبؤ التي تنضوي تحت اسم التحليل الفني TECHNICAL ANALYSTS .
- الفئة الثانية: وتشمل جميع وسائل التحليل والتنبؤ التي تنضوي تحت اسم التحليل الأساسي FUNDAMENTAL ANALYSIS .

يهدف تحليل الشركات بالدرجة الأولى لتحديد ربحيتها، ومدى نموها وقوتها المالية، وقدرتها على منافسة غيرها من الشركات المنتجة في القطاع عينه.

إن دراسة أوضاع الشركات بالشكل الذي وصفناه ومتابعة أحوالها باستمرار تمكنان المستثمرين من التعرف بشكل مبكر على أية تغيرات قد تطرأ على ربحية هذه الشركات أو ظروفها المالية.

الاستثمار في الذهب INVESTING IN GOLD :

منذ آلاف السنين، وبريق الذهب يخطف أبصار العديد من المستثمرين، وقلوب الكثير من النساء. إلا أن هذا البريق بدأ يخبو منذ فترة. حيث يعاني الذهب منذ سنوات من سوق هابطة BEAR MARKET، كما أن الاستثمار

في هذا المعدن الأصفر ازداد تعقيداً في الآونة الأخيرة، وأصبح من الصعب جداً التكهن برد فعل أسواق الذهب عن أحداث العالم.

1- أسعار الذهب:

تؤثر عوامل عدة على أسعار الذهب في الأسواق العالمية وتحركها صعوداً أو هبوطاً وأهمها:

أ- التضخم:

يُعد الذهب كمعدن ثمين خير ضمان ضد التضخم، لذا يُقبل المستثمرون على شراء الذهب خلال الفترات التي ترتفع فيها أسعار السلع بشدة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع سعر الذهب.

ب- أخطار الحروب:

عندما تلوح في الأفق بوادر أزمات سياسية أو عسكرية تهدد السلام العالمي بالخطر، يهرع الناس لشراء الذهب لحماية مدخراتهم من الضياع، الأمر الذي ينتج عنه صعود كبير وسريع لسعر الذهب.

ج- العرض والطلب:

عندما يختل ميزان العرض والطلب على الذهب، تتأثر أسعاره صعوداً أو هبوطاً. تنحصر أهم المؤثرات على العرض والطلب في النقاط التالية:

- إن أكبر دولة منتجة للذهب في العالم هي جنوب أفريقيا. فعندما تتوقف مناجم هذه الدولة عن الإنتاج لسبب ما، كمشكلات عمالية مثلاً، يؤثر ذلك على كميات الذهب المنتجة والمعروضة في العالم، الأمر الذي ينتج عنه ارتفاع في أسعار الذهب.

- عندما تدخل مناجم الذهب وسائل تكنولوجية حديثة، تؤدي إلى رفع مردود هذه المناجم وإنتاجها، ينتج عن ذلك ارتفاع في حجم المعروض من هذا المعدن، وبالتالي انخفاض سعره، إذا لم يرافق ذلك طبعاً ارتفاع في الطلب.
- تؤثر تكاليف إنتاج الذهب على حجم المعروض منه وعلى سعره ففي حالة ارتفاع هذه التكاليف لسبب ما، تنخفض الكميات المنتجة منه. ففي عام 1990، مثلاً، قامت السلطات الأسترالية بزيادة الضرائب على مناجم الذهب في هذا البلد بمقدار 3%، مما نتج عنه توقف بعض المناجم الصغيرة عن العمل، نظراً لارتفاع تكاليف إنتاجها، مما جعلها غير قادرة على المنافسة.
- تحفظ بعض البنوك المركزية في العالم الذهب كغطاء لعملتها، لذلك فهي تقوم أحياناً بطرح جزء من مخزونها للبيع، لتغطية حاجتها من العملة الصعبة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الكميات المعروضة من الذهب، وبالتالي إلى انخفاض سعره.
- أما بالنسبة إلى الطلب على الذهب نتيجةً لاستخداماته المتفرقة، فيختلف الذهب عن بقية المعادن الثمينة، أي الفضة والبلاتين، حيث يستخدم معدن الفضة على نطاق واسع في صناعة أفلام التصوير التي تستهلك كميات هائلة منه. أما معدن البلاتين فيستخدم من قبل صناعة السيارات في العالم لإنتاج فلاتر غازات عادم السيارة CONVERTOR ، في حين ينحصر الطلب على الذهب في استخدامه بصناعة الحلي والمجوهرات والمسكوكات COINS .

- بما أن سعر أونصة الذهب يحدد عالمياً بالدولار، لذا يؤدي انخفاض الدولار مثلاً إلى انخفاض سعر الذهب بالنسبة إلى العملات الأخرى. فعندما انهار سعر الدولار خلال عام 1993 إلى 80 يناً يابانياً تقريباً، أصبح الذهب رخيصاً جداً بالنسبة إلى اليابانيين، مما دفع هؤلاء للإقبال على شرائه بشكل أقوى من السابق.

2- وسائل الاستثمار في الذهب:

يمكن أن يتبع المرء طرقاً عديدة للاستثمار في الذهب، منها ما يتميز بالخطورة والمجازفة، ومنها ما يتصف بالمحافظة وقلة الخطورة نسبياً. وفيما يلي أهم هذه الطرق:

أولاً: طرق الاستثمار المحافظة:

- شراء سبائك الذهب.
- شراء المسكوكات الذهبية GOLD COINS .
- الاستثمار في أسهم شركات مناجم الذهب.

ثانياً: طرق الاستثمار المجازفة:

توجد عدة طرق يستخدمها المستثمرون المضاربون SPECULATORS للاستثمار في أسواق الذهب، أهمها طريقة الاستثمار في عقود الذهب الآجلة GOLD FUTURES .

إن عقد التجارة الآجلة يعطي لصاحبه الحق أن يشتري أو يبيع كمية معينة من الذهب بسعر محدد، على أن يتم التسليم في موعد آجل محدد. تتراوح كمية العقد من كيلو غرام واحد (32.15 أونصة) إلى 400 كغ. فإذا كان سعر

الأونصة الواحدة من الذهب 375 دولاراً، تكون قيمة أصغر عقد آجل أي كيلو غرام واحد 32.15 × 375 = 12056 دولاراً.

تتميز أسواق التجارة الآجلة بروح المضاربة، لأن المستثمر في هـذه الأسواق يستطيع أن يعقد صفقات ضخمة، قد تفوق بكثير رأس المال المتوفر لديه، لأن المستثمر في هذه الأسواق عندما يشتري مثلاً عقداً أو أكثر، فإنه لا يدفع قيمته كاملاً، بل يسدد عند الشراء نسبة صغيرة من القيمة، قد لا تتجاوز 10% من قيمة العقد، وهـو مـا يسـمى باللغـة الإنكليزيـة MARGIN، نوضح ذلك بالمثال التالي:

لنفرض أن مستثمراً يتوقع ارتفاع الذهب عن سعره الحالي، لذا يُقدم هذا المستثمر على شراء عقد آجل مؤلف من مائة أونصة من الذهب، بسـعر 315 دولاراً للأونصة الواحدة، على أن يتم تسليم الكمية بعد ستة أشهر. إن قيمة العقد 31500 دولاراً. لو أن المستثمر أراد شراء هذه الكمية في السـوق النقديـة CASH MARKET، لاضطر دفع المبلغ المذكور كاملاً لكي يستلم الـذهب على التو. بما أن العقد هو عقد آجل، لذا لا يدفع هذا المستثمر لـدى الشـراء سوى 10% من قيمة العقد، أي 3150 دولاراً.

إذا جاءت توقعات هذا المستثمر صحيحة، وارتفع سعر الذهب بعد فترة أربعة أشهر مثلاً، أي قبل استحقاق العقد إلـى 350 دولاراً أي أن المسـتثمر يستطيع بيع هذا العقد في البورصة طبقاً لهذه القيمة، ويحقق ربحاً قدره 4500 دولاراً خلال فترة الاستثمار، والبالغة، كما قلنا، أربعة أشهر. بما أن المستثمر وظف في هذه العملية مبلغ 3150 دولاراً فقط، لذا يكون العائـد الاسـتثماري خلال هذه الفترة 142%. لقد أغفلنا لدى حساب الربح في هذا المثال العمولات

التي يدفعها المستثمر وقت الشراء وعند البيع لشركة السمسرة، لذا فإن الربح الفعلي يقل قليلاً عن الربح المذكور أعلاه.

أما إذا كان حظ المستثمر المذكور سيئاً، وانخفض سعر الذهب قبل انتهاء مدة العقد إلى 280 دولاراً للأونصة الواحدة، وقرر المستثمر التخلص من العقد وبيعه خوفاً من استمرار سعر الذهب بالهبوط، آنذاك يكون هذا المستثمر قد باع العقد بقيمة قدرها 28000 دولاراً، وتكبد خسارة قدرها 3500 دولاراً، أي ما يعادل 111% تقريباً من المبلغ الموظف.

الاستثمار في العملات:

تلعب الشركات العالمية دوراً مهماً في هذه الأسواق، لأن لهذه الشركات استثمارات واسعة في أماكن عديدة من العالم، فشركة آي بي إم الأمريكية وشركة فولكس فاجن الألمانية مثلاً لهما فروع ومصانع ضخمة في أوروبا وشرق آسيا وأمريكا اللاتينية، والشركات اليابانية غزت العالم، وقامت بسبب الارتفاع الشديد الذي طرأ على الين الياباني في مطلع التسعينات، بإنشاء مصانع كثيرة في مختلف أنحاء العالم. فاستثمارات هذه الشركات العالمية وأرباحها السنوية زاد من ديناميكية أسواق العملات.

العوامل التي تؤثر على أسعار تبادل العملات:

أ- الفائض التجاري:

يؤدي فائض تجاري قوي، لأي دولة عادةً إلى قوة عملتها مقابل العملات الأخرى، وبالعكس ينتج عن العجز التجاري الكبير والمستمر، ضعف في عملة الدولة التي تعاني منه، وأوضح مثال على ذلك أثر اختلال الميزان التجاري بين أمريكا واليابان، والذي ساعد على ارتفاع الين بشدة مقابل الدولار في مطلع التسعينات.

ب- الفرق بالفائدة:

يؤثر فرق الفائدة بين عملتين بشكل قوي على سعر تبادلهما، ففي عام 1990 بدأ البنك المركزي الألماني برفع الفائدة على المارك لكبح جماح التضخم الذي نتج عن الوحدة الألمانية، في حين بدأ البنك الفيدرالي الأمريكي في تخفيض الفوائد على الدولار في الولايات المتحدة الأمريكية، لدفع عجلة الاقتصاد الأمريكي، والتخلص من الركود، مما نتج عنه ازدياد فارق الفائدة بين العملتين، وأدى هذا الازدياد إلى ارتفاع المارك مقابل الدولار بشكل قوي وسريع.

يستعمل عادة رفع الفائدة لدعم أي عملة، فلرفع قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار، عمدت الحكومة المصرية في عام 1994 إلى زيادة الفائدة على الجنية لمستويات عالية قاربت 18% مما شجع المستثمرين على بيع مدخراتهم من الدولار وشراء الجنيه طمعاً بالفائدة المرتفعة، مما أدى إلى توقف الجنيه عن الهبوط ثم الارتفاع من 3.7 جنيهاً للدولار إلى 3.3 والاستقرار عند هذا المستوى مقابل الدولار.

ج- القوة الاقتصادية:

إن القوة الاقتصادية لأي دولة تؤدي إلى دعم عملتها، وبالعكس يؤدي الركود الاقتصادي في أي دولة إلى انخفاض في عملتها مقابل العملات الرئيسية، لأن الركود يؤدي عادة إلى انخفاض الفائدة على هذه العملة للتخلص من الركود الاقتصادي.

د- الأوضاع السياسية:

تؤثر الأوضاع السياسية في أي بلد على عملته. فعندما اغتيل مرشح الرئاسة التابع للحزب الحاكم في المكسيك في منتصف 1994، أدى ذلك إلى هبوط شديد في سعر تبادل البيزو بالنسبة إلى الدولار الأمريكي. وكلما ظهرت فضيحة سياسية في اليابان، تأثر الين وهبط مقابل العملات الرئيسة العالمية.

هـ- أسعار المواد الأولية الأساسية:

تؤثر أسعار بعض المواد الأولية الأساسية على أسعار تبادل العملات. فالنفط مثلاً يباع بالدولار الأمريكي، وارتفاع أسعاره يزيد من حاجة الدول المستهلكة لهذه المادة الأساسية لكميات أكبر من الدولار، الأمر الذي سينتج عنه ارتفاع سعر هذه العملة بالنسبة إلى بقية العملات.

إن ارتفاع أسعار النفط يؤثر سلبياً على اقتصاد الدول، التي تستورد كميات كبيرة من هذه المادة، كاليابان مثلاً وتضعف بالتالي عملتها.

و- الأزمات العسكرية والحروب:

للأزمات العسكرية والحروب أثر كبير على أسعار تبادل العملات، حيث تؤدي هذه عادة لارتفاع الدولار؛ لأن الكثيرين من المستثمرين الخائفين على مدخراتهم من دمار الحروب يلجئون للدولار كعملة حماية SAFE HAVEN في أوقات الأزمات.

طرق الاستثمار في العملات:

يمكن تقسيم هذه الطرق إلى فئتين هما:

- طرق الاستثمار المحافظة.
- طرق الاستثمار المجازفة.

أولاً- طرق الاستثمار المحافظة:

نميز هنا بين طريقتين نشرحهما فيما يلي:

- تقوم الطريقة الأولى على أن يتابع المستثمر أسواق العملات، ويدرس العوامل التي سبق ذكرها، وأثرها على أهم العملات العالمية، ويختار على ضوء نتائج دراسته العملة المناسبة، والتي يتوقع لها – استناداً للعوامل المذكورة – الارتفاع مقابل العملات الأخرى.

يستحسن ألا يكون المستثمر بحاجة للمبلغ الموظف في العملة التي اختارها، ليتمكن من الانتظار إذا تحركت السوق ضده، وانخفضت العملة بدلاً من ارتفاعها. في هذه الحالة يستطيع المستثمر الانتظار وتحين الفرص، إلى أن يتغير اتجاه تحرك العملة، وتبدأ بالصعود بعد هبوطها، وهو أمر قد يتم بعد سنوات.

تتطلب عملية متابعة أسواق العملات باستمرار، ودراسة المؤشرات والمؤثرات المختلفة من المستثمر جهداً وخبرة، ليتمكن من اتخاذ القرار الصحيح، بالنسبة إلى وقت شراء العملة، ووقت بيعها، بالإضافة طبعاً إلى القرار الأهم، ألا وهو اختيار العملة المناسبة.

– أما الطريقة الثانية المحافظة للاستثمار بالعملات، فتقوم على الانضمام إلى أحد صناديق الاستثمار المشتركة MUTUAL FUNDS التي تختص في الاستثمار في العملات، وتسمى MANAGED CURRENCY FUNDS.

تتميز هذه الصناديق في أنها تستثمر في عدة عملات، مما يخفف من عنصر المجازفة، كما أنها تُدار من قبل مديرين خبراء أكفاء وتستعين بالأبحاث للتعرف على اتجاهات العملات، تحت تأثير العوامل المختلفة لاتخاذ القرارات المناسبة، لاختيار العملات، والتوقيت الصحيح.

تتقاضى هذه الصناديق ما يقارب واحد ونصف في المائة من أصول الصندوق سنوياً، كأجور إدارة، مما يخفف من الأرباح قليلاً.

ثانياً- طرق الاستثمار المجازفة:

تشتمل هذه الفئة ثلاث طرق هي:

- الاستثمار في خيارات العملات CURRENCY OPTIONS .
- الاستثمار في عقود التجارة الآجلة CURRENCY FUTURES .
- صناديق الاستثمار المشتركة لعقود التجارة الآجلة للعملات.

أ- الاستثمار في خيارات العملات:

هناك نوعان أساسيان من خيارات العملة، يسمى أحدهما خيار الشراء CALL OPTION، والآخر خيار البيع PUT OPTION . وخيار الشراء هو-عقد بين بائع الخيار ومشتريه، يعطي للمشتري الحق لا الالتزام، بأن يشتري من البائع كمية من عملة معينة، بسعر تبادل معين هو سعر تنفيذ الخيار، ويبقى هذا السعر ثابتاً طيلة مدة سريان مفعول هذا الخيار، والتي تمتد لأشهر عديدة. يدفع المشتري لبائع الخيار لقاء هذا الحق مبلغاً معيناً يسمى ثمن

الخيار، وهو عادة مبلغ بسيط إذا قورن بقيمة العقد. أما خيار البيع، فيعطي مشتري الخيار الحق لا الالتزام، بأن يبيع لبائع الخيار كمية معينة من عملة معينة، بسعر تبادل معين، هو سعر التنفيذ والذي يبقى ثابتاً خلال فترة سريان مفعول الخيار، يدفع مشتري الخيار لبائعه مبلغاً بسيطاً كثمن الخيار.

خيار الشراء:

لنفرض أن سعر صرف الجنيه الإسترليني حالياً في الأسواق بالنسبة إلى الدولار الأمريكي هو 1.5 دولاراً مقابل الجنيه الواحد. لنفرض أن مستثمراً يتوقع ارتفاع الجنيه بالنسبة إلى الدولار خلال الأشهر المقبلة. لذا يشتري عقد خيار شراء خاص بالجنيه الإسترليني مدته ستة أشهر مثلاً وسعر التنفيذ، أي سعر الصرف الذي يحدده الخيار هو 1.525 دولاراً للجنيه الواحد، وهو سعر صرف يبقى ثابتاً طيلة الخيار. يدفع مشتري الخيار سنتين أي 0.02 دولاراً عن الجنيه الواحد كثمن للخيار. وعليه يدفع المشتري للبائع 0.02 × 21250 = 625 دولاراً ثمن العقد.

على افتراض أن توقعات المستثمر كانت صحيحة، وأن الجنيه الإسترليني بدأ بالارتفاع بالنسبة إلى الدولار الأمريكي، فبمجرد ارتفاع سعر الجنيه فوق 1.545 دولاراً، أي فوق سعر التنفيذ مضافاً إليه ثمن الخيار للجنيه الواحد، يبدأ المستثمر بتحقيق ربح. فإذا ارتفع الجنيه إلى 1.775 دولاراً، وقرر المشتري تطبيق عقد الخيار، آنذاك يجب على بائع الخيار أن يبيع للمشتري مبلغ 31250 جنيهاً إسترلينياً بسعر التنفيذ وهو 1.525 دولاراً للجنيه الواحد. يستطيع مشتري الخيار بيع الجنيهات في السوق بالسعر الذي وصل إليه الجنيه، محققاً بذلك ربحاً صافياً قدره 23 سنتاً للجنيه الواحد، وهو الفرق بين سعر الصرف المحدد في عقد الخيار، وسعر الجنيه الحالي مطروحاً منه ثمن الخيار

للجنيه الواحد. أما الربح الإجمالي في العقد فيكون 0.23 × 31250 = 7187 دولاراً.

أو ما يساوي أحد عشر ضعفاً من المبلغ الذي وظفه المستثمر والبالغ 625 دولاراً. وعليه فالعائد هائل إذا صح توقع المستثمر.

أما إذا أخطأ المستثمر التقدير، وانخفض سعر الجنيه الإسترليني إلى 1.45 دولاراً بدلاً من الارتفاع، آنذاك ليس من صالح المستثمر تطبيق الخيار، لأنه ليس من المعقول أن يشتري الجنيه بسعر التنفيذ البالغ 1.525 دولاراً، وهو بإمكانه شراؤه في السوق بسعر 1.45 دولاراً. لذا يتخلى المستثمر عن خياره، ويخسر ثمن الخيار كاملاً أي 625 دولاراً، وهو المبلغ الذي تلقاه بائع الخيار.

خيار البيع PUT OPTION :

لنفرض أن سعر صرف الدولار بالنسبة إلى المارك حالياً هو 1.6 ماركاً للدولار الواحد، وأن مستثمراً يتوقع انخفاض المارك خلال الأشهر المقبلة، بسبب انخفاض الفائدة على المارك، وارتفاعها على الدولار في أمريكا. لذا يقرر هذا المستثمر شراء خيار بيع مارك مقابل الدولار مدة سريانه ستة أشهر، وسعر تنفيذه 1.55 ماركاً للدولار الواحد. يدفع المستثمر ثلاثة سنتات كثمن عقد الخيار للمارك الواحد، فيكون ثمن مجمل عقد الخيار هو:

62500 × 0.03 = 1875 دولاراً أمريكياً.

إذا كانت توقعات هذا المستثمر صحيحة، وانخفض سعر المارك فأصبح سعر صرف المارك على الدولار 1.8 ماركاً للدولار الواحد، آنذاك يستطيع المستثمر أثناء فترة سريان مفعول عقد الخيار، إذا كان من الطراز الأمريكي، أو في نهاية هذه الفترة، إذا كان من الطراز الأوروبي، تطبيق عقد الخيار للبيع

بأن يشتري من السوق 62500 ماركاً، بقيمة إجمالية قدرها 62500 مقسومة على 1.8 أي 34722 دولاراً، ويبيعها لبائع الخيار، حسب سعر التنفيذ المحدد في الخيار أي 1.55 ماركاً للدولار الواحد، ليتلقى مبلغ 40322 دولاراً، وهو حاصل قسمة 62500 على 1.55. وعليه يحقق المستثمر في هذه الحالة ربحاً صافياً قدره 3725 دولاراً، وهو يساوي الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء مطروحاً منه ثمن الخيار الذي تكبده المشتري. بهذا يكون المستثمر قد حقق عائداً استثمارياً قدره ما يقارب 100% خلال فترة وجيزة لا تزيد عن ستة أشهر. أما إذا كانت توقعات المستثمر خاطئة، وارتفع سعر صرف المارك بدلاً من الانخفاض، آنذاك يتخلى مشتري عقد الخيار عن حقه في تطبيق عقد الخيار، ويخسر ثمن الخيار البالغ 1875 دولاراً، وهو المبلغ الذي يكسبه بائع الخيار.

ب- الاستثمار في عقود التجارة الآجلة بالعملات:

يعطي عقد التجارة الآجلة لصاحبه الحق، أن يشتري أو يبيع كمية معينة من عملة معينة بسعر محدد وموعد محدد في المستقبل.

تُحدد البورصة مبلغ العقد الآجل لكل عملة من العملات التي يتم التعامل بها، فعقد الجنيه يساوي 2500 جنيهاً، وعقد المارك 2500 ماركاً، وعقد الين 12500000، وعقد الدولار الكندي 100000 دولار.

تتميز أسواق التجارة الآجلة بروح المضاربة والمجازفة، لأن المستثمر في هذه الأسواق عندما يشتري عقداً، لا يدفع كامل قيمته بل نسبة ضئيلة تتراوح بين 2 إلى 10% من قيمته، وهو ما يسمى MARGIN .

لنفرض أن مستثمراً يتوقع أن يرتفع الدولار الكندي بالنسبة إلى الدولار الأمريكي خلال الأشهر المقبلة، ولنفرض أن عقد التجارة الآجلة تسليم كانون

الأول ديسمبر يعرض حالياً بسعر صرف 0.75 دولاراً كندياً للدولار الأمريكي الواحد. يشتري هذا المستثمر عقداً واحداً تسليم شهر كانون الأول المقبل. إن قيمة العقد هي 100000 × 0.75 = 75000 دولاراً أمريكياً.

لو أراد المستثمر شراء مبلغ 100000 دولاراً كندياً من السوق النقدية CASH MARKET واستلام المبلغ فوراً، لتوجب عليه تسديد كامل قيمة العقد، أي 75000 دولاراً. أما في السوق الآجلة، فيستطيع – بسبب شروط الدفع السهلة – شراء عشرة عقود آجلة بالمبلغ المذكور، أي أنه بمبلغ 75000 دولاراً أمريكياً يستطيع التحكم بمبلغ مليون دولار كندي، وهو ما يسمى بعرف البورصة LEVERAGE .

نعود الآن إلى المثال، ولنفرض أن المستثمر أصاب في توقعاته، وأن الدولار الكندي ارتفع حقاً بالنسبة إلى الدولار الأمريكي خلال فترة العقد الآجل وقبل نهايته في كانون الأول، ديسمبر، ووصل إلى 0.82 دولاراً أمريكياً. أي أن المستثمر ربح بكل دولار كندي 0.82 – 0.75 = 0.07 دولاراً أمريكياً، أما ربحه في مجمل العقد فيبلغ 0.07 × 100000 = 7000 دولار، أي ما يساوي تقريباً المبلغ ذاته الذي وظفه، يُلاحظ من المثال أن ارتفاعاً قدره 10% في سعر صرف الدولار الكندي أدى إلى عائد 100% فنظام الدفع المذكور أعلاه أتاح للمستثمر فرصة تحقيق ربح هائل، بمجرد ارتفاع السعر بمقدار بسيط.

فإذا أخطأ المستثمر التقدير وتحرك السوق ضده وانخفض الدولار الكندي في مثالنا بمقدار 10% فقد المستثمر كامل المبلغ الموظف، وإذا استمر الدولار الكندي بالهبوط آنذاك تفوق خسارته المبلغ المدفوع وفي هذه الحالة تطالبه شركة السمسرة بدفع مبلغ إضافي لتغطية الخسارة. فإذا لم يستطع

المستثمر التخلص من العقد ببيعه بخسارة يمكن أن تزداد الخسارة وتبلغ مبـالغ فادحة.

لكي يتمكن أي مستثمر من التعامل في عقود التجارة الآجلة للعملات يجب عليه فتح حساب خاص لهذا الغرض لدى شركة سمسرة في بريطانيـا أو أمريكا مثلاً، وإيداع مبلغ تحدده الشركة، تقوم شركات السمسرة عادة بالتأكـد مـن ملاءة المستثمر المالية قبل فتح الحساب. تتقاضى شركات السمسرة عادة عمولـة عن كل عقد تبلغ 30 إلى 50 دولاراً للعقد الواحد، ويغطي هذا المبلغ عادة عمولـة الشراء وعمولة البيع، وهو ما يسمى ROUND TRIP في عرف البورصات.

يتم شراء العقود وبيعها في بورصات التجـارة الآجلـة عـن طريـق شركات مقاصة CLEARING HOUSES والمستثمر – طبقاً لنظام التعامل في هذه البورصات – لا يحتاج لاستلام المبالغ المشتراة، ولا تسـليم المبـالغ المباعة آجلاً، لأن كل مستثمر يستطيع أن يلغي العقد بعقد معاكس، وهـو مـا يسمى بعرف البورصة إغلاق الموقع CLOSING POSITION . يسـتطيع المستثمر المذكور أعلاه بعد أن ارتفع سعر الدولار الكندي إغلاق موقعه ببيـع عقد مماثل لعقده بالدولار الكندي، تسليم شهر كانون الأول بسعر 0.82 دولاراً أمريكياً للدولار الكندي الواحد. وعقد البيع يلغي عقد الشراء، والفرق بين قيمة العقدين هو ربح المستثمر، ولا حاجة له لاستلام أو تسليم المبلغ حسب العقد.

ج- صناديق الاستثمار المشتركة في عقود التجارة الآجلة:

تقوم هذه الطريقة على انضمام المستثمر إلى أحد صناديق الاستثمار المشتركة لعقود التجارة الآجلة في العملات. هناك صناديق استثمار مشتركة متخصصة في التعامل في العقود الآجلة في العملات، يمكن أن يشترك فيها المستثمر. يتقاضى بعض هذه الصناديق أجوراً مبدئية لدى الانتساب قد تصل إلى 3% من المبلغ المستثمر. كما وأن غالبية هذه الصناديق تشترط استثمار مبلغ لا يقل عن 30000 دولار.

من مساوئ هذه الصناديق أن إدارة الصندوق والمستشارين ADVISERS الذين تستعين بهم للاتجار في العملات يتقاضون ما يقارب 35% من أرباح الصندوق كعمولات، ومكافآت تشجيعية، مما يؤدي إلى انخفاض مردود الصندوق.

تتميز هذه الصناديق طبعاً بأن المستثمر لا يحتاج لمتابعة أسعار العملات في الأسواق، لأن إدارة الصندوق هي التي تأخذ على عاتقها مسؤولية إدارة أموال الصندوق، واتخاذ القرارات المناسبة بهذا الشأن.

التجارة الآجلة بالسلع COMMODITIES FUTURETRADE:

إن عقد التجارة الآجلة FUTURE CONTRACT هو اتفاق لشراء كمية محددة، من سلعة معينة، بسعر محدد، أو بيعها على أن يتم دفع قيمة هذا العقد وتسليم السلعة في موعد محدد في المستقبل. يتم التعامل في هذه العقود في بورصات مخصصة لهذا الغرض. وقد انطلقت هذه العقود في الماضي بتجارة المنتجات الزراعية، ثم توسعت لتشمل منتجات حيوانية وصناعية ومعادن، إلى أن امتدت أيضاً إلى وسائل الاستثمار المالية FINANCIAL INSTRUMENT كالسندات ومؤشرات الأسهم والعملات.

هذا ويجب التمييز بين عقد التجارة الآجلة وبين عقد الخيار OPTION CONTRACT، فعقد التجارة الآجلة يُلزم المشتري مثلاً لاستلام السلعة، ودفع قيمتها في المستقبل، في حين أن عقد الخيار، كما سنرى في فصل لاحق، يترك لمشتريه مثلاً الحق في أن يختار خلال فترة سريان مفعول الخيار بين تنفيذ العقد أو التخلي عنه.

الفرق بين عقد التجارة الآجلة وعقد التجارة النقدي:

يستطيع المرء شراء سلعة أو بيعها بإحدى الطريقتين:

1. في السوق النقدية CASH MARKET ، حيث يتم دفع كامل قيمة السلعة واستلامها فوراً.
2. في سوق التجارة الآجلة، حيث يتم دفع جزء بسيط جداً من قيمة السلعة لدى الاتفاق، ويتم تسديد بقية القيمة واستلام السلعة في موعد آجل FUTURE DATE.

هناك فروق عديدة جذرية بين عقد التجارة الآجلة وعقد التجارة في السوق النقدية نوردها فيما يلي:

- ✓ لا يجوز التعامل بعقود التجارة الآجلة إلا عن طريق بورصات منظمة تشبه بورصات الأسهم، في حين يمكن شراء السلع نقداً في أي مكان، وبالاتفاق مباشرة بين البائع والمشتري.
- ✓ تحدد عقود التجارة الآجلة بالنسبة إلى كل سلعة مواصفات واضحة، وكمية معينة للعقد الواحد. فعقد النفط الخام مثلاً يشمل 5000 برميلاً من نفط ذي مواصفات محددة، وعقد القهوة يشمل على 32500 ليبرة، وعقد الذهب من 1 كغ إلى 400 كغ. في حين يمكن في السوق النقدية بيع وشراء أية كمية من أية سلعة يتفق عليها البائع والمشتري.

- ✓ تحدد عقود التجارة الآجلة شهراً معيناً لتسليم سلعة العقد، فبالنسبة إلى القمح مثلاً يمكن أن يتم التسليم في أحد الأشهر التالية: مـــارس، مـــايو، يوليـــو، سبتمبر، ديسمبر. أما البيض فيمكن أن يتم تسليمه في أي شهر كان. وعليه لا يمكن بيع عقد تجارة آجلة للقمح أو شراؤه بموعد تسليم يختلــف عــن الأشهر المذكورة، لأن ذلك مخالف لتعليمات البورصة. أما فـــي السوق النقدية فليس هناك أية قيود لموعد تسليم أي سلعة، فبالنســبة إلــى القمح مثلاً يستطيع المرء شراؤه في أي وقت من السنة.
- ✓ يمكن إلغاء عقود التجارة الآجلة بواسطة عقد مماثل إنما معاكس. فإذا باع مستثمر مثلاً عقد ذرة يتألف من 5000 بوشل BUSHEL تسليم شـــهر ديسمبر، يستطيع هذا المستثمر قبل حلول موعد التسليم إلغاء العقد المذكور بشراء عقد ذرة تسليم ديسمبر. فعقد الشراء هذا يلغي عقد البيع السابق.

نصائح للمضاربين في مجال التجارة الآجلة:

1- يُستحسن ألا يتعامل المضارب إلا في السلع التي لديه إلمـــام بهـــا، وتتوفر لديه عنها معلومات كافية.

2- يجب أن يتمتع المضاربون في مجال التجـــارة الآجلـــة بالصـــفات الشخصية التالية:

- قوة الأعصاب وهدوئها.
- تقبل خسارات كبيرة بصدر رحب.
- توفر المقدرة والوقت على متابعة الأسواق وتحليلهـــا باســـتمرار، للتعرف وبشكل مبكر على اتجاه الأسواق، بالنسبة إلى السلع التـــي يهتم المضارب بها.

- يجب أن يكون المضارب مليئاً مالياً، وألا يستثمر في سوق التجارة الآجلة إلا جزءاً من أمواله لا يحتاجه، حتى لا يتأثر مالياً في حال خسارة المبلغ.

3- إذا تحرك السوق ضد المضارب آنذاك من المفضل بيع العقد، أو إغلاقه بعقد معاكس، للحد ما أمكن من الخسارة، بدلاً من الانتظار بأمل تحسن السوق، لأن ذلك قد يؤدي إلى خسائر فادحة.

4- أما في حالة تحرك السوق لصالح المستثمر، آنذاك يمكن أن يزيد المضارب ربحه بزيادة كمية العقود التي اشتراها. فإذا اشترى المستثمر عقد نفط آجل وبدأت أسعار النفط بالارتفاع، آنذاك يمكن أن يشتري هذا المستثمر عقداً آخر بعد أن يتأكد بالدراسة والتحليل من أن الاحتمال كبير جداً أن يستمر سعر النفط بالارتفاع.

5- إذا لاحظ المستثمر بأن أسعار السلع في أسواق التجارة الآجلة قد أصبحت تتذبذب بشكل غير طبيعي، أو أنها ارتفعت إلى مستويات غير منطقية OVERVALUATION آنذاك من الأفضل أن ينسحب من السوق، وينتظر حتى تهدأ الأسواق وتعود الأمور إلى مجراها الطبيعي.

كيفية اختيار المستثمر السلع:

إن لصحة اختيار نوع السلع التي يمكن التعامل بها في سوق التجارة الآجلة أثراً كبيراً على نجاح المستثمر في تحقيق عائد استثماري جيد. فكيف السبيل إلى ذلك؟

هناك طريقتان أساسيتان تستخدمان أيضاً لاختيار وسائل استثمار أخرى، كالأسهم، وهاتان الطريقتان هما:

1- طريقة التحليل الفني:

شرحنا بشكل مفصل طرق التحليل الفني أو التكنيكي؛ التي تستخدم من قبل المحللين الفنيين، لاختيار الأسهم المناسبة، ولتحديد الوقت الأمثـل لـدخول السوق.

يمكن تطبيق الطرق ذاتها على الاستثمار في تجـارة السـلع الآجلة، لانتقاء السلعة المناسبة. وتحديد الوقت الأمثل. لـذا لا حاجـة لإعادة الشرح مرة ثانية، علماً بأن تشعب هذه الطرق يحول دون شرحها. فـي مثل هذا الكتاب.

2- طريقة التحليل الأساسي:

ترتكز هذه الطريقة – كما ذكرنا سابقاً بشيء من التفصيل– في الدرجة الأولى على دراسة جميع العوامل التي تؤثر على حجم المعروض من مختلـف السلع، وعلى حجم الطلب عليها.

لأن نسبة العرض والطلب تلعب دوراً رئيساً في تحديد سعر أي سلعة، فمن المعروف أن الزيادة في حجم المعروض من سلعة ما دون زيادة موازيـة في الطلب بشكل فائضاً، يؤدي إلى انخفاض في سعرها، والعكـس صـحيح. نوضح ذلك بالمثال التالي:

النفط:

إن مادة النفط هي سلعة أساسية يمكن التعامل بها في أسواق التجارة الآجلة. هناك مؤسسات عالمية مستقلة تقوم باستمرار بحساب احتياجات العالم من النفط، مقدرة بملايين البراميل يومياً. وتستعين هذه المؤسسات بإحصائيات ومعلومات مفصلة عن الاستهلاك، من مختلف الدول، من مصادر رسمية وخاصة. تقوم هذه المؤسسات أيضاً بحساب حجم المعروض من هذه المادة الحيوية في العالم، على ضوء الإحصائيات والمعلومات التي ينشرها منتجو

النفط ومصدروه، كدول الأوبك، وبحر الشمال، وروسيا، وغيرهم من المنتجين الرئيسيين للبترول.

هناك عوامل كثيرة يمكن أن تؤثر على أسعار البترول، زيادةً أو نقصاناً. نوردها فيما يلي:

- تؤثر العوامل الجوية، وارتفاع الحرارة أو انخفاضها في العالم على الكميات المستهلكة من البترول، فشتاء قارس في أوروبا وأمريكا يؤدي إلى زيادة الطلب على النفط وبالتالي إلى ارتفاع أسعاره.
- يلعب النمو الاقتصادي في العالم وخاصةً في الدول الصناعية كأوروبا وأمريكا واليابان دوراً مهماً عند تحديد الكميات اللازمة من البترول، فنمو اقتصادي قوي يرفع من حاجة الصناعات المختلفة للطاقة الكهربائية التي يولد حالياً جزءاً كبيراً منها باستخدام المحروقات البترولية، كما ويزيد هذا النمو الاقتصادي من استهلاك بعض الصناعات للنفط، كمادة أولية لإنتاج مختلفة المواد، كاللدائن البلاستيكية وغيرها. إن زيادة الطلب هذا ينتج عنه حتماً ارتفاع بأسعار البترول، إلا إذا بادرت الدول المنتجة له بسرعة لزيادة إنتاجها لتغطية الزيادة في الطلب، بالمقابل ينتج عن أي ركود اقتصادي في العالم انخفاض كبير في الكميات المستهلكة من النفط والموارد الأولية الأخرى، كالمعادن وغيرها، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على هذه المواد، وخاصة النفط وبالتالي انخفاض سعره.
- إن أي توتر عسكري في منطقة الخليج العربي، أحد المنابع الرئيسة للبترول في العالم، ينتج عنه ارتفاع مفاجئ وسريع لأسعار البترول، وكلنا يذكر احتلال العراق للكويت، وظهور خطر الحرب في المنطقة،

مما أدى إلى ارتفاع هائل لأسعار البترول، والتي وصلت خلال أشهر إلى 40 دولاراً للبرميل الواحد.

- بما أن البترول سلعة استراتيجية، لذا تلجأ بعض الدول إلى تخزين كميات كبيرة منه للطوارئ والأزمات. ومن هنا فإن أية حكومة تستطيع طرح جزء من مخزونها في الأسواق إذا ما لاحظت بأن ميزان العرض والطلب قد اختل بشكل قوي؛ الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع سعر البترول، والتأثير على مستوى التضخم، وإلحاق الضرر بالاقتصاد. إن تدخل الحكومة بهذا الشكل كفيل بأن يسدد النقص بالمعروض، وإعادة أسعار البترول في البلد المعني إلى وضعها الطبيعي.
- إن توقف أحد المنتجين الكبار عن الإنتاج لسبب ما، كإضراب في حقول بحر الشمال، أو بسبب أعاصير هوجاء تؤدي إلى ارتفاع في أسعار البترول.

الفصل السادس

صناديق الاستثمار وأسواق المال في الدول العربية

تتعدد أشكال توظيف واستثمار المدخرات في البلاد العربية والتي منها مجالات الاستثمار المالي، والذي يتمثل في:

1. توظيف المدخرات في صورة ودائع ومدخرات بالبنوك والمصارف العربية المتعددة.
2. توظيف المدخرات بتشكيل محافظ من الأوراق المالية من خلال أسواق الأوراق المالية العديدة وشركات توظيف الأموال، بالإضافة إلى توجهها إلى المؤسسات المالية الوسيط مثل شركات التأمين وصناديق توفير البريد أو شركات الاستثمار وصناديق الاستثمار والتي تمثل محور هذا الموضوع.
3. مجالات الاستثمار الحقيقي نحو نشاط اقتصادي قائم أو إنشاء مشروع اقتصادي جديد، حيث يقوم العديد من الأفراد بالإضافة إلى المؤسسات والشركات الخاصة بتوجيه مدخراتهم ومواردهم المالية إلى أنواع الاستثمارات المتنوعة والمختلفة، سواء القائمة منها، أو إنشاء المشاريع الجديدة والتي تتوزع في البلاد العربية وبشكل متفاوت على القطاعات الاقتصادية المختلفة، والتي منها قطاع الصناعة بأنواعها، بالإضافة إلى الاستثمار في قطاع الزراعة وكذلك الاستثمار العقاري وغيرها من أنواع الاستثمارات الحقيقية والمباشرة.

ويتواجد في البلاد العربية أربع عشرة بورصة منظمة في كل من مصر (القاهرة والإسكندرية) ولبنان والكويت والأردن والمغرب وتونس والسودان والعراق والبحرين وسلطنة عمان وقطر وفلسطين والإمارات والجزائر وسوق الأسهم السعودي واليمن وسوريا وموريتانيا.

وقد قطعت أسواق الأوراق المالية العربية شوطاً كبيراً خلال السنوات القليلة الماضية حيث تم إدخال العديد من الإصلاحات والتغيرات الإيجابية التي هدفت إلى معالجة العقبات التي تواجه أداء أسواق الأوراق المالية العربية، وزيادة الشفافية، وتطوير عمليات التداول، وتحسين معايير الإفصاح، وهذه كلها عززت من مكانة أسواق الأوراق المالية العربية لدى المستثمر المحلي والأجنبي.

كما اتخذت أسواق الأوراق المالية العربية خطوات حثيثة في الماضي لتعزيز مكانتها على خارطة الاستثمار الدولي، إذ تم تحديث وتطوير وأتمتة تجهيزات التداول في بعض هذه الأسواق مثل بورصات القاهرة والإسكندرية والبحرين والدوحة، وتعمل السعودية لشراء نظام تداول آلي، في حين أنه تم إدخال التداول الإلكتروني في كل من أسواق الأوراق المالية الأردنية والعمانية، وقام عدد من الأسواق بإعداد ربط شبكي يمكن الوسطاء من التداول من أماكن خارج قاعة التداول إلى جانب تكنولوجيا نشر المعلومات الإلكتروني من خلال شبكة الإنترنت.

وهناك عوامل عديدة تعتبر جاذبة للاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية بالإضافة للإصلاحات وعمليات التطوير التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية، فبالإضافة إلى أنه لا يجود قيود على الملكية الأجنبية في معظم أسواق الأسهم الدول المنطقة وهذه القيود هي في طور الإلغاء في الدول الأخرى، وأن برنامج الخصخصة قيد التنفيذ في أغلب الدول العربية.

أما عن هيكل أسواق الأوراق المالية فيلاحظ أن قطاع البنوك وشركات الاستثمار وشركات التأمين والشركات العقارية استحوذت على ما نسبته 60% من القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية مقارنة مع ما نسبة 24%

لدى الأسواق الناشئة الأخرى. في حين استحوذت أسهم الشركات الصناعية على 15% من إجمالي القيمة الإجمالية لأسواق الأوراق المالية العربية، مقارنة ما نسبته 36% لدى الأسواق الناشئة الأخرى. وما زالت الحكومات من أكبر المساهمين في أسواق الأوراق المالية العربية، حيث قدرت هذه الحصة في المعدل بحوالي 40% من إجمالي القيمة السوقية، والأوراق التي تمتلكها الحكومات لا يتم تداولها، بالإضافة إلى امتلاك أشخاص أو عائلات لأوراق مالية لا يرغبون بتداولها بهدف السيطرة على مجلس الإدارة، وبذلك يبقى جزء بسيط من الأسهم العربية النامية أمام المستثمرين.

وفي الوقت الذي أصبح المستثمرون في أرجاء العالم يفضلون شراء أسهم شركات التكنولوجيا والإنترنت والاتصالات والمعلومات وغيرها من الشركات ذات معدلات النمو الواعدة، والتي أصبحت تشكل اليوم منظومة (الاقتصاد الجديد) لا يوجد في أسواق الأوراق المالية العربية حتى الآن سوى عدد قليل جداً من شركات التكنولوجيا والاتصالات في حين أن الشركات المالية وشركات الخدمات العامة والشركات العقارية وغيرها من شركات (الاقتصاد القديم) تستحوذ على معظم القيمة السوقية لهذه الأسواق.

الأسواق المالية في الدول العربية:

إن الدول العربية حديثة العهد بالأسواق المالية التي – باستثناء بورصة الإسكندرية وثم القاهرة – لم تركز في الغالب في الاستثمارات في الأوراق المالية بشكل منظم حتى بداية السبعينات من القرن الماضي. غير أن هذين العقدين قد شهدا انتشاراً واسعاً للأسواق المذكورة في وكافة الدول المعنية، بل وكذلك في عدد من المدن الرئيسة في هذه الدول.

إن هذا الانتشار وفي مجال زمني ضيق (نسبياً) قد جاء لأسباب مختلفة منها:

1. تعاظم السيولة وخاصة في الدول المصدرة للبترول الخام.
2. ارتفاع أهمية القطاع الخارجي (التجارة الخارجية وحركة رؤوس الأموال والموارد البشرية والخدمات المختلفة وأسعار الصرف) وذلك مع تزايد الانفتاح على الاقتصاد العالمي.
3. توكيد دور القطاع الخاص ودعم توجهاته عن طريق قرارات الخصخصة، وإصدار أو تعديل التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق وبإنشاء الشركات المساهمة.
4. ارتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة لكافة الدول تقريباً وما تطلب ذلك من الاعتماد على السندات الحكومية وأذونات الخزينة.

نشأة وتطور صناديق الاستثمار في الدول العربية:

كانت بداية ممارسة نشاط صناديق الاستثمار في البلاد العربية في العام 1979 في السعودية بإنشاء صندوق البنك الأهلي التجاري السعودي، وتتابع إنشاء صناديق الاستثمار السعودية ليبلغ 24صندوق استثماري عام 1990 ولتصل إلى 52 صندوق استثماري في العام 1992، وجميع هذه الصناديق سبق إنشاؤها صدور التشريعات الخاصة بتنظيمها.

وبعد ذلك أخذ يتزايد عدد الصناديق التي يتم إنشاؤها في السعودية وبمعدل 9 صناديق سنوية وليبلغ عددها في نهاية عام 1999 (117) صندوقاً استثمارياً، وبذلك تسجل السعودية السبق من بين الدول العربية الأخرى في أقدمية إنشاء صناديق الاستثمار وعدد الصناديق العاملة فيها.

وفي العام 1985 تم إنشاء أول صندوقين استثماريين في الكويت وسبق إنشائهما صدور التشريعات الخاصة بصناديق الاستثمار والتي تنظم عملها، وتلا صدور هذه التشريعات في العام 1990 إنشاء مزيد من صناديق الاستثمار ليصل عددها في العام 1999 إلى (6) صناديق استثمار توجه استثماراتها إلى الأوراق المالية والاستثمار العقاري، وكما هو مبين في الجدول رقم (3) ولتحقق بذلك الكويت السبق في إصدار التشريعات الخاصة بإنشاء وتنظيم عمل صناديق الاستثمار من بين الدول العربية الأخرى.

ويلي الكويت في إصدار التشريعات الخاصة بإنشاء وتنظيم عمل صناديق الاستثمار في البلاد العربية جمهورية مصر العربية؛ والتي صدرت التشريعات الخاصة بصناديق الاستثمار فيها في العام 1992 وليتبع هذه التشريعات البدء بمزاولة نشاط صناديق الاستثمار، وأول صندوق أنشئ في مصر في العام 1994، وتتابع إنشاء هذه الصناديق ليصل في العام 1999 (22) صندوق استثمار.

ويلي السعودية من حيث عدد الصناديق المملكة المغربية والتي بلغ حجم الصناديق فيها 85 صندوق استثمار، علماً بأن التشريعات الخاصة بهذه الصناديق صدرت بتاريخ 1993/9/21، وأول صندوق أنشئ فيها كان في العام 1995.

وفي البحرين كان بداية نشاط صناديق الاستثمار في العام 1994، وتطور إنشاء صناديق الاستثمار فيها إلى أن بلغ 28 صندوق استثمار، أما في سلطنة عمان فقد سبق إنشاء صناديق الاستثمار فيها صدور التشريعات الخاصة بهذه الصناديق حيث صدرت التشريعات في العام 1998، بينما كان بداية نشاط

صناديق الاستثمار ومزاولة أعمالها في سلطنة عمان في العام 1994 وبلغ عددها (7) صناديق استثمار.

جدول رقم (3)

نشأة وتطور صناديق الاستثمار في الدول العربية

الدولة	تاريخ صدور التشريع	تاريخ إنشاء أول صندوق	عدد الصناديق التي تم إنشاؤها
السعودية	1993/1/17	1979	117
الكويت	1990	1985	6
مصر	1992	1994/9/1	22
المغرب	1993/9/21	1995	85
البحرين	-	1994	28
سلطنة عمان	1998	1994	7
لبنان	1998/9/5	1996	3
الأردن	1999/5/1	1997/5/7	5

وفي لبنان فقد صدرت التشريعات الخاصة بصناديق الاستثمار بتاريخ 1998/9/5 وكانت بداية ممارسة نشاط صناديق الاستثمار فيها في العام 1996، ليتطور هذا العدد ويبلغ 3 صناديق استثمار في العام 1999.

أما في الأردن فقد كانت بداية إنشاء صناديق الاستثمار في 1997/5/7 وليسبق إنشاء هذا الصندوق صدور التشريعات الخاصة بتنظيم صناديق الاستثمار، والتي صدرت بتاريخ 199/5/1، وقد تطور إنشاء صناديق الاستثمار في الأردن ليبلغ في العام 2000 خمسة صناديق استثمار تعمل في الاستثمار في الأوراق المالية.

أولاً: نبذة عن بعض الأسواق المالية في الدول العربية:

يتم التركيز هنا على أسواق (القاهرة والإسكندرية) وعمان باعتبار السوقين الأولين من أقدم الأسواق في الدول العربية، وبسبب النمو السريع (نسبياً) والالتزام الأكثر بقواعد التعامل المالي في سوق عمان:

1- سوق مصر المالي:

تتكون سوق مصر للمالية من سوقين: تقع إحداها في القاهرة والأخرى في الإسكندرية. وتدار السوقان من قبل مجلس واحد للإدارة وتخضعان لنفس الأنظمة. علماً بأن سوق الأوراق المالية في مصر أسست أولاً في الإسكندرية في العام 1883 وثم في القاهرة في العلم 1898م. وفي العام 1909 صدر القرار (العالي) بشأن بورصة القاهرة.

لقد صدرت عدة قوانين وقرارات حول أنظمة وإجراءات وتنظيمات التعامل في السوق المالية في مصر أهمها في الأعوام: 1909 و 1933 و 1953 و 1957 و 1977 و 1992 و 1997. ومن الملاحظ أن سوقي القاهرة والإسكندرية كانتا نشطتين في بداية نشوئها لبضع سنوات قبل الحرب العالمية الأولى وثم في الأربعينات، ولكنهما قد تعطلتا بشكل كبير خلال سنوات الفترتين (1916 – 1933) و (1961 – 1992) وذلك بسبب ظروف الحرب العالمية الأولى وما تلته من مشكلات سياسية وتأثيرات الأزمة العالمية

الكبرى في الفترة الأولى وبسبب سياسات التخطيط المركزي والتحولات الاشتراكية، وثم غموض للنظام الاقتصادي وعدم تكامل تشريعاته في الفترة الثانية.

وهكذا بقي واقع السوقين الماليين بين نشاط وركود وتعطل حتى اعتمدت الحكومة المصرية إصلاحاتٍ هيكلية أساسية في التسعينات فازداد الانفتاح على الاقتصاد العالمي وتعاظم دور القطاع الخاص في التبادلات الحرة وصدرت عدة تشريعات لتشجيع الاستثمار، وأهمها في العامين: 1992 و 1997. ففي العام الأول جاء قانون سوق رأس المال لضمان الإفصاح والشفافية، وبما يكرس الثقة لدى المستثمرين ويشجع المتعاملين من خلال بعض الإعفاءات الضريبية.

لقد أسهم هذا التحول في السياسات الاقتصادية في زيادة كل من عدد الشركات وعدد الأسهم المسجلة في السوق المالية بالقاهرة والإسكندرية ففي الفترة 1985 – 1995 ازداد عدد الشركات بحوالي 230% (أي بضعف زيادة عدد الشركات المسجلة تقريباً).

وتشير الحقائق الخاصة بالعدد الأخير أن في العام 1999 بلغ هذا العدد حوالي 316% مما كان عليه في العام 1985.

وهكذا توسعت نشاطات سوق مصر المالية حتى بلغ رأسمال السوق في العام 2000 (كنسبة من إجمالي الناتج القومي) حوالي 35% بعد أن كان في شهر ديسمبر من العام 1999 حوالي 34%.

ومن الجدير بالانتباه إلى أن المزايا التي تضمنها قانون العام 1992، وثم التشريعات الأخرى التي صدرت فيما بعد ذلك القانون وما رافق كل ذلك

من تحسن المناخ الاستثماري للقطاع الخاص قد ساعد على توسع حجم التبادل المالي، وازداد عدد أطراف هذا التبادل وارتفعت قيمة الاستثمارات وعوائدها.

لقد تضمن القانون المذكور بنوداً هامة لحماية المستثمرين ولمنع حالات التواطؤ ولتنظيم عمليات التبادل ولرفع درجة الشفافية في المعلومات.

فمثلاً تناول هذا القانون ما يأتي:

1. السماح بإصدار أسهم بقيم اسمية جديدة، ولكن بنفس حقوق والتزامات الإصدارات السابقة.
2. تقديم بيانات تفصيلية عند الاكتتاب، وذلك حول أهداف الشركة وأسماء المساهمين وحصص المساهمات المعتمدة ومواصفات الأسهم.
3. التزام كافة شركات الاكتتاب، ويفترض ألا يقل عدد المساهمين المكتتبين عن (150) شخصاً.
4. حصر عملية تداول الأوراق بالبورصة من خلال الشركات المرخصة التي تتعهد بسلامة هذه العملية.
5. إمكانية إيقاف التعامل في حالات التلاعب خاصة عند دفع المضاربين للأسعار في تقلبات شديدة.
6. قيام الهيئة العامة للسوق بتعزيز عمليات التنظيم والإشراف والرقابة معاً.

وفضلاً عما سبق فقد اتخذت عدة إجراءات، أهمها:

- ✓ إطلاق حرية الدخول إلى السوق والخروج منها.
- ✓ إمكانية تحويل حصيلة البيع من الجنيه المصري إلى أي عملة أجنبية.
- ✓ إدخال أدوات جديدة مثل الأسهم الممتازة، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والسندات المضمونة بأصول عقارية.

✓ دفع رؤوس الأموال الأجنبية للدخول في تنظيمات مالية غير مصرفية مثل: مؤسسات التمويل العقاري وشركات خصم الأوراق التجارية وشركات التوريق المالي Securitization وصناديق السندات المضمونة برهون Mortgage Backed Bonds .

2- سوق عمّان المالي:

إن ظهور سوق غير منظمة في الأردن لتداول الأوراق المالية وعن طريق مكاتب غير متخصصة قد دفع إلى التفكير الجاد في إنشاء سوق مالية في العاصمة (عمان). فقام البنك المركزي خلال العامين 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية International Finance (IFC) Corporation التابعة للبنك الدولي World Bank (WB) تقييم مشروع إنشاء السوق المالية، فصدر القانون رقم 31 للعام 1976. والذي بموجبه أنشئت سوق عمان المالية والتي باشرت بنشاطاتها في 1/ 1/ 1978م. وقد جاء في الهدف المحدد في هذا القانون: تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية وذلك بما يضمن شفافية التعامل وسلامته وعدالته وسهولته وسرعته.

لقد صدرت عدة قوانين وقرارات بشأن تأسيس سوق عمان المالية وتطويرها، أهمها في الأعوام 1976 و 1990 و 1997.

وبموجب القانون الأخير في العام 1997 (قانون الأوراق المالية)، تم التمييز بين ثلاث مؤسسات رئيسة تتمتع باستقلال مالي وإداري وذلك للقيام بتنظيم وتوجيه ورقابة وتوثيق التبادلات في الأوراق المالية، وفي إطار تم خلاله فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي ومن ثم الدور التوثيقي بعد أن كانت سوق عمان تمارس هذه الأدوار معاً، وإن هذه المؤسسات الثلاث هي:

- هيئة الأوراق المالية.
- سوق الأوراق المالية (بورصة عمان).
- مركز إيداع الأوراق المالية.

أ- هيئة الأوراق المالية:

وهي مؤسسة رقابية ترتبط مباشرة برئيس الوزراء، وتعمل على توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل، وحماية المتعاملين، وضمان الكفاءة الاستثمارية، والشفافية في المعلومات، مع نشر الوعي الاستثماري وتشجيع التبادل في السوق المالية.

ب- سوق الأوراق المالية (بورصة عمان):

وهي مؤسسة خاصة، تنفرد بممارسة التعامل بالأوراق المالية كسوق نظامية ولا تهدف إلى الربح ولا تخضع لقانون الشركات وتضم الوسطاء الماليين كأعضاء في الهيئة العامة ويديرها مجلس إدارة يتكون من سبعة أعضاء؛ ثلاثة منهم يمثلون شركات الخدمات المالية – كوسطاء ماليين – وعضوين يمثلان البنوك التي تمارس شركات الخدمات المالية والوساطة المملوكة من قبل البنوك أو التابعة لها. وأخيراً عضوين تعينهما هيئة الأوراق المالية من ذوي الخبرة القانونية والمالية.

يتم تداول الأوراق المالية في بورصة عمان من خلال ثلاثة أسواق:

1- **السوق الأولى:** وهي التي تتداول فيها أوراق الشركات التي تتوفر فيها الشروط الآتية:

- لا يقل رأسمالها عن (2) مليوني دينار أي حوالي (2.8) مليون دولار.
- لا يقل صافي حقوق المساهمين فيها عن الرأسمال المدفوع.

- تحقيق أرباح صافية قبل دفع الضريبة وذلك في عامين متتالين على الأقل خلال السنوات الثلاثة الأخيرة.
- توزيع أرباح أسهم مجانية مرة واحدة على الأقل خلال آخر الأعوام الثلاثة.
- مضي عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثانوية.

2- السوق الثانية: ويشترط في التداول في هذه السوق ما يلي:

- لا يقل صافي حقوق المساهمين عن 50% من الرأسمال المدفوع.
- مضي عام كامل على منحها ترخيص العمل.

3- السوق الثالثة: يسمح للشركات المرخصة بالتعامل في هذه السوق مباشرة ودون أي شرط زمني.

وعلى أية حال إن انفتاح بورصة عمان على الاستثمار الأجنبي قد أسهم في بلوغ نسبة مساهمة غير الأردنيين في هذه البورصة إلى حوالي 42% من القيمة السوقية للتبادلات الجارية.

ج- مركز إيداع الأوراق المالية Securities Depository Centre :

وهو مؤسسة توثيقية أنشئت في أيار عام 1995م، وتتولى مهام تسجيل ونقل ملكية الأوراق المتداولة في البورصة وتعمل على تسوية أثمان تلك الأوراق ما بين الوسطاء الماليين، كما وتهيئ هذه المؤسسة المناخ الملائم للاستثمارات المالية هذا فضلاً عن دورها في تخفيض تكلفة الاستثمار وفي رفع كفاءة تسوية الأثمان.

وعلى أية حال تمر نشاطات مركز إيداع الأوراق المالية بالمراحل الآتية:

1. مرحلة نظام تسجيل الأوراق المالية Registry System .
2. مرحلة نظام إيداع الأوراق المالية Depository System .
3. مرحلة نظام تسوية أو نقل الملكية Clearing System .
4. مرحلة نظام تسوية أثمان الأوراق المالية Settlement System .
5. مرحلة الخدمات المساندة Supported Services .

3. بورصة بيروت للأوراق المالية:

أنشئت بورصة بيروت بتاريخ 3 يوليو 1920، واقتصر نشاطها عند نشأتها على التعامل بالذهب والعملات حتى 1990/3/23 حيث صدر المرسوم التشريعي رقم 30 الذي استحدث سوقاً للمواد الأولية والمعادن، وأدى اندلاع الحرب الأهلية إلى إغلاق البورصة لفترة ثلاثة عشر عاماً، حيث أعيد افتتاحها في 1996/1/22، وسبق افتتاح البورصة صدور المرسوم رقم 7667 بتاريخ 1995/12/21 والذي تم بموجبه وضع النظام الجديد لعمل البورصة، والأوراق المدرجة في بورصة بيروت للأوراق المالية هي الصكوك المالية التي تصدرها الدولة أو الشركات.

وهناك 13 شركة مساهمة مدرجة في السوق النظامي في بورصة بيروت للأوراق المالية.

4. بورصة الأوراق المالية بتونس:

صدر قانون إنشاء بورصة القيم المنقولة في تونس في العام 1969 ثم أنشئت في عام 1989 بورصة الأوراق المالية؛ وفي العام 1994 فصل القانون بين دور البورصة وجهاز المراقبة وتشكلت هيئة السوق المالي للرقابة وتشكلت

شركة متخصصة لتسيير أعمال السوق يتم تكوينها من قبل الوسطاء، كما تأسست في عام 1993 الشركة المهنية للمقاصة والإيداع والتسوية، وهناك 44 شركة مساهمة مدرجة في بورصة الأوراق المالية بتونس.

5. بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء:

يرجع تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى عام 1921 وبمبادرة من القطاع البنكي الذي كان ينظم جلسات تبادل دورية يتم فيها تداول أسهم شركات خاصة لصالح مستثمرين أجانب، إلى أن صدر مرسوم في 14 نوفمبر 1967 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ينص على الجانب التنظيمي لهذه المؤسسة، وبموجب قانون 1993 أصبحت بورصة الدار البيضاء سوقاً منظماً وعمومياً يتم فيه تداول القيم المنقولة بالدار. أما عن الأدوات المالية المتداولة في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء فهي:

- أسهم الشركات.
- سندات الدولة وسندات المؤسسات العامة ونصف العامة.
- القطع الذهبية.

وقد شهد نشاط بورصة الدار البيضاء منذ تأسيسها فترات ازدهار وفترات تراجع، وهناك 54 شركة مساهمة مدرجة في السوق النظامي في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء.

6. سوق الكويت للأوراق المالية:

صدر في شهر آب عام 1971 قرار وزير التجارة والصناعة رقم 10 بشأن تداول الأوراق المالية وفي فبراير من عام 1972 تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية بمدينة الكويت، وفي نوفمبر 1976 صدر قرار وزير التجارة

والصناعة رقم لسنة 1976 والخاص بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية.

وأما الأوراق المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية فهي أسهم الشركات الكويتية وغير الكويتية المرخص لها، وسندات الدين العام، وأي أوراق مالية أخرى كويتية وغير كويتية يرخص السوق بتداولها، وهناك 85 شركة مساهمة مدرجة في السوق النظامي لسوق الكويت للأوراق المالية.

7. سوق البحرين للأوراق المالية:

صدر المرسوم بقانون رقم لسنة 1987 والخاص بإنشاء وتنظيم سوق الأوراق المالية، كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق بالقرار الوزاري رقم 13 لسنة 1988، وتم بدء التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17 يونيو 1989، ويتم التداول في سوق البحرين للأوراق المالية بأسهم وسندات الشركات المساهمة العامة البحرينية، إضافة إلى أسهم الشركات العمانية ووحدات استثمار الصناديق الاستثمارية.

وهناك 34 شركة مساهمة مدرجة في السوق النظامي لسوق البحرين للأوراق المالية.

8. سوق الدوحة للأوراق المالية:

بقي التعامل بأسهم الشركات في قطر يتم من خلال مكاتب وشركات الوساطة غير المتخصصة أو المرخصة في غياب السوق المنظمة للأوراق المالية وحتى صدور القانون رقم 14 لسنة 1995 والخاص بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية، وتم تشكيل لجنة السوق بتاريخ 1996/7/17. وباشرت سوق

الدوحة للأوراق المالية العمل اعتباراً من 1997/9/26، ويبلغ عدد الشركات المدرجة في السوق 18 شركة مساهمة قطرية.

ويتم التداول حالياً بأسهم الشركات القطرية والسندات الصادرة عن الشركات المساهمة القطرية والسندات والأدوات الصادرة عن الحكومة، والأوراق المالية الأخرى التي يرخص لها.

9. سوق الأسهم السعودي:

لا يوجد سوق للأوراق المالية في السعودية وقد صدر في السعودية مرسوم تنظيم تبادل الأسهم عن طريق البنوك المحلية في شهر تشرين الثاني 1984، وقامت مؤسسة النقد السعودي (البنك المركزي) بإدارة سوق الأسهم من خلال عمليات التسوية ونقل الملكية أولاً، ثم تبع ذلك مرحلة التداول الإلكتروني المتطور في عام 1990.

وقد ارتأت المملكة الأخذ بهذا النظام للتداول بعيداً عن قاعات التداول التقليدية، ويتم تداول أسهم الشركات السعودية والغير سعودية المرخص لها بذلك وهناك 74 شركة مدرجة في سوق الأسهم السعودية.

10. سوق مسقط للأوراق المالية:

أنشئ سوق مسقط للأوراق المالية بمرسوم سلطاني في عام 1988 وبعد أقل من عام شهدت قاعة السوق أول عملية تداول في 1989/5/20 ويقسم سوق مسقط للأوراق المالية إلى سوق أولي يتعلق بإصدار الأسهم والسندات ذات الاكتتاب العام أو الخاص وسوق ثانوي ويتشكل من سوق نظامي وموازي وسوق ثالث.

ويتم تداول الأسهم والسندات التي تصدرها شركات المساهمة والسندات التي تصدرها الحكومة وهيئات العامة وسندات الخزانة وأدواتها وأية أوراق

مالية أخرى قابلة للتداول في السوق. وهناك 140 شركة مساهمة مدرجة فـي سوق مسقط للأوراق المالية.

ويشار إلى أنه تم إنشاء سوق للأوراق المالية في الجزائر عام 1998 وسـوق آخر في الإمارات عام 2000 وهي أحدث البورصات العربيـة، وأن الجهود قائمة حالياً لإنشاء سوق صنعاء للأوراق المالية وسوق دمشق المالي.

ثانياً: السمات المشتركة للأسواق المالية في الدول العربية:

تشترك الأسواق المالية في الدول العربية في السمات الآتية:

1- إن دور الأسواق المذكورة ضعيف ضمن اقتصاداتها الوطنية وإن معدلات نموها لا زالت منخفضة مقارنة بتعاظم قيمة الاستثمارات في الأسواق المالية العالمية، والتي شهدت خلال عشر سنوات مثلاً ابتداء من منتصف ثمانينات القرن الماضي – زيادة قدرت بأكثر من (11) مرة.

وتعود هذه الفجوة المتسعة بين الأسواق المالية في الدول العربية والأسواق المالية العالمية إلى عوامل عديدة، أهمها:

- حداثة إنشاء الأسواق المالية في الدول العربية والتي تعود في صيغها القانونية المنظمة إلى العقود الثلاثة الأخيرة.
- عدم انتشار الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وضعف ثقة الراغبين بمكاتب (أو شركات) الوساطة المالية.
- المبالغة في تدخل الأجهزة الحكومية ومسؤوليها ولأغراض متباينة (رسمية أو غير رسمية). وهذا ما يضع في كثير من الأحيان قيوداً على

توجهات المستثمرين وخاصة عندما يكون التدخل آتيا من عناصر (النخبة).

- عدم الاطمئنان لمتغيرات الاقتصاد الكلي. خاصة وإن اقتصادات الدول المعنية تابعة للاقتصادات الصناعية المتقدمة، فتنعكس عليها كافة التقلبات التي تواجه الاقتصادات الأخيرة.
- انخفاض ربحية الأدوات الاستثمارية. وهو ما يتعلق جزئياً بالواقع الضعيف للشركات المصدرة لهذه الأدوات وجزئياً ما يتصل بضعف كفاءة أو خبرة العاملين من الوسطاء والسماسرة وصناع السوق.

وإن توافر الأمان وفرص الربحية في كثير من البنوك والشركات والأسواق وخاصة في سويسرا يعد عامل جذب لاستثمارات المقيمين في الدول العربية. ويمكن القول إن الدور المتميز للمؤسسات المالية في الدول المتقدمة في نشر المعلومات، وحث المستثمرين يجعل المقيمين المذكورين أكثر إطلاعاً على نشاطات الاستثمارات الخارجية من نشاطات الاستثمارات الداخلية، وبالتالي فإن أعوام الجذب السيكولوجية تدفع أكثر بهؤلاء إلى تفضيل التعامل في الأسواق أو المؤسسات الأجنبية على التعامل في الأسواق أو المؤسسات المحلية.

2- إن تنظيمات الأسواق المالية في الدول العربية وآليات العمل فيها وأساليب الاتصال، ومتابعة وتحليل المعلومات على مدار الساعة لا زالت دون المستوى المطلوب.

3- تركز الأسواق المالية في الدول العربية على الأسهم والسندات، وهي لا زالت بعيدة عن تنويع الأدوات الاستثمارية، وخاصة بالنسبة للأدوات النقدية والمشتقات.

4- إن ضيق الأسواق مع الرقابة الحكومية قد ساعدا على نشر المعلومات؛ وبما يضمن (إلى حد مقبول) الشفافية داخل السوق، وخاصة عندما يتم نشر الأسعار بانتظام.

5- إن ضعف أو عدم وجود مراكز علمية بحثية متخصصة لتحليل المعلومات المالية في إطار مؤسسات الأسواق المعنية قد أسهم في أن غالبية العمليات تجري بقرارات ارتجالية أو عفوية.

6- تشرف على الأسواق المالية في الدول العربية هيئات (أو مجالس أو لجان) تضم في عضويتها ممثلين عن جهات أو سلطات متخصصة، وخاصة البنك المركزي والشركات المساهمة المسجلة ومكاتب أو شركات الوساطة وبنوك تجارية ومتخصصة ومؤسسات مالية أخرى بالإضافة إلى اتحادات الغرف التجارية والصناعية والزراعية وبعض جمعيات المتخصصين الماليين.

وتقوم هذه الهيئات (أو المجالس أو اللجان) بالمهام التالية:

- رسم السياسات العامة للسوق واعتماد خططها وتعزيز أهدافها ووسائلها وأساليبها.
- اعتماد برامج وتعليمات توصيات المدير التنفيذي.
- إقرار شروط تسجيل شركات جديدة وخاصة بالنسبة لرؤوس أموالها وأوضاعها المالية التفصيلية وتنظيماتها الداخلية.
- تحديد مواصفات الوسطاء والسماسرة ورسوم خدماتهم ...

7- تسيطر المضاربة على نشاطات التعامل اليومي في الأسواق المالية المعنية حيث أن غالبية المعاملات تبحث عن الأرباح السريعة من خلال التركيز على فروقات الأسعار وبشكل خاص في مجال أسهم الشركات.

8- التقلب الشديد في قيم الاستثمارات الكلية من سنة إلى أخرى، وهذا ما يعكس مدى وقوع الأسواق المالية المعنية تحت طائلة المتغيرات العشوائية. إن حدود التباين الواسعة أحياناً تكشف عن ارتفاع مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق.

9- لقد اتخذت الأسواق المالية في كل من مصر والأردن والكويت خطوات جادة في العقدين الأخيرين بغرض تشديد الرقابة على النشاط الجارية فيها، وخاصة بالنسبة لمتابعة أعمال الوسطاء ومنع تعاملهم الشخصي في السوق مباشرة، إلا بالنسبة لصانعي السوق الذين يقومون بالبيع والشراء لمحافظهم الاستثمارية ويعملون على توازن السوق. وتشترك الإصلاحات الجديدة في إلزام أطراف السوق المالية بالأمور الآتية وذلك عن طريق لجان رسمية:

- تطوير أساليب العمل ووسائله وضمان العدالة وتوفير الحماية للمتعاملين وأموالهم.
- اتخاذ الإجراءات الكفيلة بتكريس الاستقرار والحد من التقلبات المتولدة عن المضاربات اليومية.
- تبادل المعلومات بين المؤسسات الحكومية وإدارات الأسواق حول الأوضاع المالية للشركات المسجلة.
- تكثيف وتوسيع العلاقات المالية والتكنيكية والمعلوماتية مع الأسواق الخارجية.
- تحديد الرأسمال المدفوع لكل شركة بما لا يقل عن مبلغ معين وإلزام كافة الشركات بنشر الحسابات الختامية.

قائمة المراجع

- قائمة المراجع العربية
- قائمة المراجع الأجنبية

أولاً- المراجع العربية:

الأردن: تعليمات رقم 2 لسنة 1999 (تعليمات الاستثمار المشترك) صادر عن مجلس مفوضية هيئة الأوراق المالية، عمّان.

البنا، محمد (1996). أسواق النقد والمال، دار زهراء الشرف للنشر والتوزيع، المنوفية – مصر.

حسن، عبد الستار (1999). بورصات الأوراق المالية في مصر: نشأتها تطورها أدواتها أوضاع التعامل بها، مطبعة خضر ميامي، القاهرة.

حمامي، عبد الكريم (1999). أهم طرق الاستثمار في أسواق المال، فصلت للدراسات والترجمة والنشر.

حنفي، عبد الغفار (2000). الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.

حنفي، عبد الغفار (2001). أساسيات الاستثمار في بورصة: الأوراق المالية أسهم – سندات – وثائق الاستثمار – الخيارات، الدار الجامعية، الاسكندرية.

حنفي، عبدالغفار وأبو قحف، عبد السلام (1991). الإدارة الحديثة في البنوك التجارية، الدار الجامعية، بيروت.

الساكت، بسام (2000). آفاق الاستثمار الجديد في الأردن، منتدى عبد الحميد شومان، عمّان.

سلطنة عُمان (1999). سوق مسقط للأوراق المالية، النشرة الإحصائية الشهرية، ديسمبر، مسقط.

الشواربي، عبد الحميد (1999). الشركات التجارية: شركات الأشخاص والأموال والاستثمار، منشأة المعارف، الاسكندرية.

علي، حسني ورضا، عبد المعطي وأحمد، محفوظ (1995). **إدارة المحافظ الاستثمارية**، الشركة الدولية للتجارة الهندسية والمكتبية، عمّان.

علي، رمضان وأحمد، محروس (1999). **الاستثمار**، ذات السلاسل للنشر والتوزيع، الكويت.

القطاقطة، حسن (2001). **خصائص الاستثمار في الدول العربية: نشأتها تطورها خصائصها**، المؤلف، عمّان.

القري، محمد (1999). **صناديق الاستثمار الإسلامية**، مجلة الاقتصاد الإسلامي، ع (216، 217) حزيران.

مرسي، محمد (2000). **تجربة صناديق الاستثمار في مصر في النصف الثاني من التسعينات: نظرة تقييمية**، مركز البحوث العام، بنك مصر، القاهرة.

معروف، هوشيار (2003). **الاستثمار والأسواق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمّان.

معوض، نشأت عبد العزيز (1994). **بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**، ج2 (صناديق الاستثمار)، كتاب الأهرام الاقتصادي العدد 76، القاهرة.

المملكة العربية السعودية، (2000). **منشورات البنك الأهلي التجاري**، للدائرة الاقتصادية، ع (2)، مجلد (10).

المنذري، سليمان (1999). **السوق العربية المشتركة في عصر العولمة**، مكتبة مدبولي، القاهرة.

المنذري، سليمان (2001). **الاتجاهات الاقتصادية الاستراتيجية لعام 2000**، فصل حول البورصات، مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية، القاهرة.

هندي، منير (2000). الاستثمار في الأوراق المالية: آليات تنشيط التداول في البورصات العربية، اتحاد البورصات وهيئات سوق المال العربية، القاهرة.

هندي، منير (2001). أدوات الاستثمار في أسـواق رأس المـال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية ABC، البحرين.

ثانياً- المراجع الأجنبية:

Aragon, G. (1980). **Financial Management Boston**: Allyn and Bacon CO.

Barry, C, Muscarella, C, and Vetsuypens, M. (2000). Underwriter Warrants, (1990). Underwriter Compensation, and the Cost of Going Public. **Journal of Financial Economics**, 29 (Marsh), 113 – 135.

Reinganum., M. (1988). The Anatomy of Stock Market Winner, **Financial Analysts Journal**, 44 (Mar/ April). 16 – 250.

Wolf, H. (1988). **Personal Financial Planning**. Boston. Allyn & Bacon.

Bodie, Zvi & Kane, Alex, (1998). **Essentials of management**, 3rd, edition, New York, Irwin Mc Graw, Hill, Pp. 29 – 31.

Carter W. (1996). **Investment funds in emerging markets**. International Financial Corporation.

Estelle, Janes .Cary, Ferrier. (1999). **Mutual funds and institutional Investment**. The World Bank.

Stone, J. (2001). **Private Money Management**, Lucie Press, London, pp 74 – 75.

Graham, B and D. Dodd, (1994). **Security Analysis**, McGraw Hill, New York.

Lal, J. (1995). **Personal Investing Analysis**, Wheeler, New Delhi, pp 159 – 210.

Rose, P. (2000). **Money and Capital Markets**, IRWIN, New York, pp 214, 224, 250.

Gardner, M, K. L. Mills and E. S. (2000). **Cooperman; Managing Financial Institutions**, Dryden, New York, pp 539 – 557.

Hallwood, C. and Macdonald, F. (1996). **International Money and Finance**, Blackwell, (6) Oxford.

Buljevich, C and park, Y. (1999). **Project Financing and International Markets**, Kluwer, Boston, p. 3.

thygerson, K. (1995). **Management of Financial Institutions**, Harper, New York, p 4.

Berry, A and Young, S. (1990). **Investments**, Dryden, (Ed.), Chicago.

Koutsoyiannis, A. (1982). **Modern Microeconomics**, Macmillan, Hong Kong, pp 529 – 538.

Hogen W and Others; (1999). **Financial Institutions**, John Wiley, New York, pp 4, 2005.

Osteryoung, J; Newmam, D and L. G. Davies, (1997). **Small Firm Finance**, Dryden, New York, pp. 204 – 205.

Cohen, A and others (1997). **Money, Financial Institutions and Macroeconomics**, Kluwer, Boston.

Harrison, T (2000). **Financial Services Marketing**, Pearson Education, London.

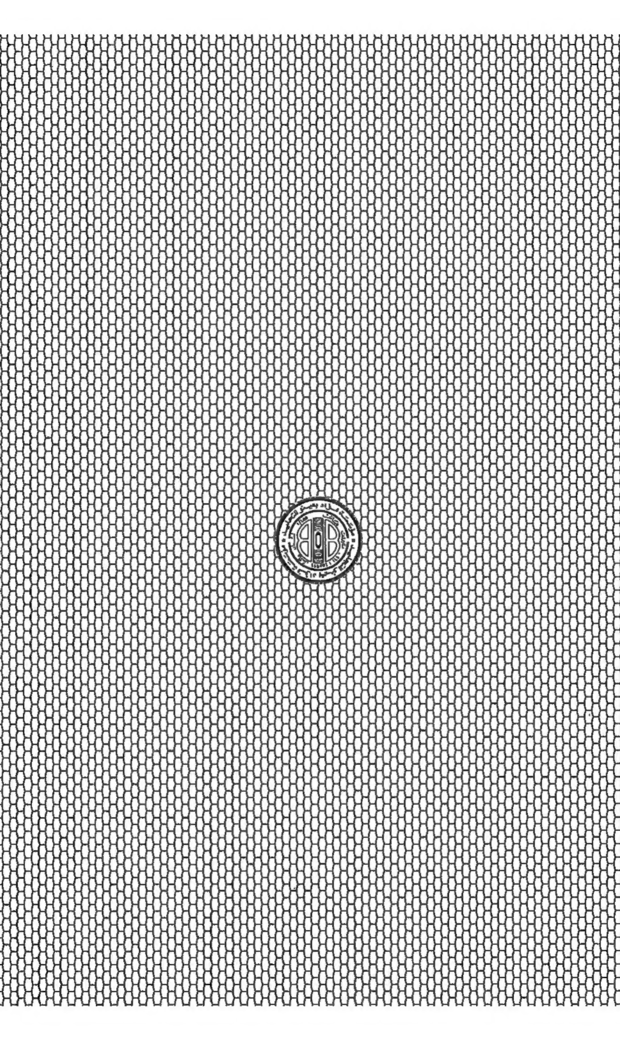
Daidson, P. (1999). **Global Employment and open economy Macroeconomics**; in: J. Depres and J. T. Harvey; Founations of International Economics, Routledge, London, pp 27 – 28.

Hiller, B. (1997). **The Economics of asymmetries,** Information, Macmillan. London.

Menkhoff, L. (1997). **Monetary Policy Instruments for European,** Monetary Union, Springer, Ashen.

Balestra, A. (2000). **Quantification of Operational Risk**; in: The Arab Bank Review, April, vol. 2 No. 1.





الاستثمار في البورصة

أوراق مالية - أسهم - سندات





الأردن - عمان

هاتف: ٥٢٣١٠٨١(٩٦٢٦-) - فاكس: ٥٢٣٥٥٩٤(٩٦٢٦-)
ص.ب: ٣٦٦ الجبيهة - الرمز البريدي ١١٩٤١ عمان - الأردن

ISBN 9957-32-116-1

